全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值投资

毛羽 著

看透股票这东西

1）价值分析指标精解及应用

2）价值投资策略及选股

3）基本面分析方法大全

4）顶级大师的投资哲学



上海人民出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值投资

看透股票这东西

毛羽 著

上海人民出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目(CIP)数据

价值投资:看透股票这东西/毛羽著.—上海:上海人民出版社,2008

ISBN 978-7-208-07558-0

Ⅰ.价… Ⅱ.毛… Ⅲ.股票-证券投资-基本知识 Ⅳ.F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 177342 号

责任编辑 王舒娟
封面装帧 王小阳

价 值 投 资

——看透股票这东西

毛 羽 著

世 纪 出 版 集 团
上海人民出版社出版
(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.cc)
世纪出版集团发行中心发行
上海商务联西印刷有限公司印刷
开本 720×1000 1/16 印张 22.5 插页 4 字数 323,000
2008 年 1 月第 1 版 2008 年 1 月第 1 次印刷
印数 1—10,100
ISBN 978-7-208-07558-0/F·1706
定价 38.00 元



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时代呼唤“价值投资”

毛羽终于下决心把他多年来对中国证券市场如何理性投资的思考写成书，奉献给社会公众，同时也等待着社会公众和市场对他的检验。这本书对于当前中国证券市场的建设来说无疑是一块不可或缺的铺路石，它弥补了我国证券市场价值投资理念缺失这一空白，即如何从价值的角度解读中国的资本市场。更可贵的是，毛羽的这本“价值投资”，不仅仅是一般意义上的讲道理，它全部是看得见摸得着、实实在在能够量化的价值投资方法，以及取材于我国资本市场中价值投资的真实案例。正因为如此，本书将使价值投资在中国从空洞的理想变为可操作的现实。

之所以说毛羽“终于下决心成书”，因为用价值来思考解读中国的资本市场，是一个颇遭大多数人诟病的命题。因为事情就这么明摆着，中国证券市场的诞生并不是由于市场自身发展的需要应运而生的，而是我国经济制度转轨，从计划体制转向市场体制的过程中，自上而下人为构建的。在这特定的“转轨加新兴”的历史时期，初生的资本市场由于制度的年轻，也由于管理层、上市公司、投资人和中介机构都同处在年轻幼稚的阶段，因此，中国证券市场的表现形态往往是由供求规律决定的，而理性的价值规律几乎无从谈起。此时的证券市场最根本的使命并不是遵循价值规律，而是为经济体制转轨服务。所以中国的资本市场从它诞生的那天开始直到今天，各种投机的力量大大地超过了投资的力量。

记得，毛羽是大约在2003年经朋友介绍认识的。他当时把最初的研究成果“价值选股及基本面分析”给我看的时候，我眼睛一亮，因为我深知我国的证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券市场太缺乏价值投资的知识了。毛羽很快便成为我主持的“今日股市”电视节目的嘉宾。2005年他又随着我到电台担任股市节目的嘉宾。但是由于当时中国的股市正处在解决制度性缺陷的漫漫熊途之中，新制度尚未确立，价值投资还没有提上议事日程，不少观众、听众在听了毛羽对价值和基本面的诠释后，认为道理是对的，可是现实中用不上。面对当时的现实，毛羽要求停止担任节目嘉宾。但是他没有退缩，仍然执着地潜心地完善着他的中国式价值投资的研究。他坚信，虽然我们的市场现在还不成熟，但终将要成熟起来，价值必定是证券市场的基石，这已经是被成熟市场一再证明了的。如果不坚持、不倡导、不普及价值投资，代表国民经济支柱产业的国有上市企业就吸引不了投资人的关注，合规的外资也不敢进来，我们将错失利用经济全球化带来流动性充裕的历史性机遇，利用资本市场提升国力就将是一句空话。

功夫不负有心人。股改成功终于为毛羽研究的价值投资体系插上了理想的翅膀，毛羽再一次地充满活力，成为“今日股市”节目的嘉宾。他对新一轮牛市行情放声讴歌，因为市场的价值被低估了，长期以来，无人问津但代表着国民经济支柱产业的国有上市公司的价值被低估了，新的有利于理性投资的制度逐步被确立。毛羽多年研究的“价值评估体系”开始有了用武之地，他不断地挖掘出价值被低估的股票。最令大家难忘的就是西部矿业上市的当天，他通过解读西部矿业的上市报告，从六个方面论证，西部矿业的上市价格从估值的角度看被低估了，后来的事实证明毛羽的价值评估体系提供的判断是正确的。毛羽的研究成果终于初步得到市场的验证。

谁也无法想象，谁也不敢想象，中国的资本市场在经历了股改之后，会释放出如此巨大的能量，中国股市规模从2005年下半年开始，仅两年的时间就超越了GDP，总市值由3万亿元跃升至28万亿元，超过香港股市、超过日本股市。全球前十大上市公司，中国竟占半壁江山，中国经济总量与德国并列为世界第三。其中的缘由虽有很多，有待于中外专家、学者深入地探讨研究。但是我认为这和中国的资本市场确认回归价值、为中国的国民经济支柱产业提供数以亿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元计的巨额融资有着密切的内在关联。毫无疑问，中国的虚拟资本正在为中国实体经济的腾飞发挥着犹如核裂变的作用，对当前如何保证中国的虚拟资本始终能围绕着价值的轴线健康发展这一论题，说它怎么重要都不为过，日本资产泡沫化导致资本市场长期萧条的前车之鉴，中国必须认真汲取。因为中国的资本市场太年轻了，如果以证券交易所的成立为起始点，只有17个年头。如果以确认回归价值投资计算，才只有两年多点时间。我们的管理层、上市公司、大小投资人都还没有价值投资的思想准备和经验，价值投资的市场环境和条件还远没有建设完善。正因为如此，我希望借着毛羽这本书的出版能起到抛砖引玉的作用，也希望中国资本市场各个层面的参与者，对这个市场的价值体系建设多给予一点关爱少一点漫骂，多作出一点有益的实事少一点空洞的理论。

左安龙

2007年11月

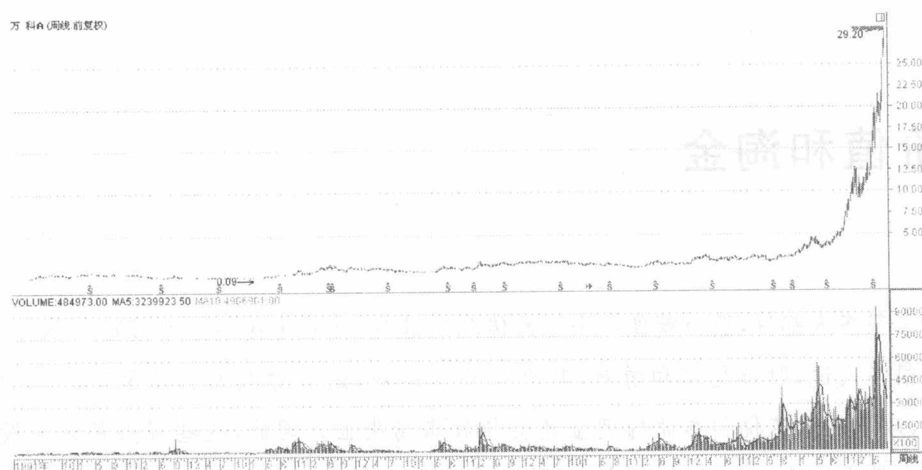
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值和淘金

很多人都说，股市就像一个击鼓传花的游戏，就看谁接不幸的最后一棒；也有很多人说，股市是零和游戏，甚至是负和游戏，最终你赚的钱就是别人亏的钱，政府的印花税和券商的佣金还会导致市场失血。因此，这些观点都认为股市中就看谁的运气好、技巧高，不要接到最后一棒，想办法把别人口袋的钱合理合法地赚进自己口袋中来。这种观点在20世纪90年代初我就听来自我国台湾的业内前辈们传授过，也曾对此深信不疑，并希望自己能成为击鼓传花的高手和幸运儿。20世纪90年代末市场中有盛极一时的博弈论，其主要观点也是大家在市场中相互博弈，主力要做庄，散户要跟庄，庄家和散户是天生的对头，庄家赚的钱就是散户赔的钱。然而几轮牛熊市下来，尤其是2003年以来，我逐渐明白这个市场不是追逐K线的游戏，市场的起起落落是围绕一个叫做"价值"的东西在波动。所谓的主力，无论是炒业绩，炒题材，炒重组，都可以发现其背后有价值的身影。市场的波动可以由资金或人为因素推动，但股价的长期方向一定是价值在主导。市场不停地在犯错，这是由于人们在追求价值的时候，有时会过于贪婪，而在修正错误的时候又会过于恐惧。市场永远是对的，那是由于市场可以通过自身来纠正犯过的错误。

击鼓传花论和博弈论把市场看成了静态的市场，看到的是市场投机的一面，却忽略了市场的价值变化和投资的一面，没有看到我们的市场总市值可以从1亿元增加到20万亿元，公司的总市值可以从1亿元增加到100亿元，甚至更多。只要回头看看万科，这家在1991年发行时只发行2 800万股的小公司，经过14年后变成了一个拥有65亿股本，2 220亿元市值的超级巨人。做万科的股东，如果在1991年持有1万元万科的股票，到现在价值应该接近1 000万元，年均复合增长超过50%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



万科 A(000002)上市至 2007 年 6 月周 K 线

为什么万科是股市常青树呢？万科会涨到哪一天呢？万科有“庄家”吗？万科的“庄家”赚的是谁的钱呢？在这个激荡人心的变革潮流中，会有多少类似于万科的企业涌现呢？谁又是下一个万科呢？

2003 年后才逐渐体会，股市不是一个“击鼓传花”的游戏场所，如果是以击鼓传花的心态来到这个市场，那最好是不要进来，因为哪怕开始游戏时运气再好，最后也有不幸的一天，而这个市场一次不幸就可能夺走多年的幸福。股市能够成为一个上市公司、机构、散户和谐生存，共同获益的地方，这个利益结合点就叫“价值”，只有企业价值提升，才有大股东、机构股东和个人股东的共同价值提升。万科的大小股东赚取的正是企业价值、企业家价值和时间价值。

从 2006 年三月开始，我在第一财经《今日股市》栏目客串嘉宾时提出：从现在起“买入并持有”将成为 A 股一种实用性的投资方法。现在我更愿意接受一种通俗的比喻，投资是淘金。从事勘探的朋友告诉我，挖煤容易，因为煤层浅而且一般都很容易出煤，不需要太高的技术含量。而采金最难，难就难在金矿的矿脉，金矿的矿脉有走向，如果矿脉是东西向的，而你不巧又是从南北向入手，虽然有可能采出部分矿点，但穿透矿脉之后您将与矿脉越来越远，所有的投入都将付之东流。

股海淘金，如果找不到金矿的矿脉，功夫下得越大，可能离矿脉越远，而股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市矿脉在哪里呢？

很多人愿意逛街，为了买到一件价廉物美、称心如意的衣服，可以逛上一天，除了休闲，这也是对衣服进行价值发掘。但也有很多投资者连600×××的含义是什么都不明白，只是听到某某人讲了一句或某某报纸一篇文章，就将2万元、20万元、200万元甚至一生积蓄在一分钟之内全部倾泻其中，这就叫赌博。赌博运气好，也可能赚到，但如果一直赌下去迟早要把本都输光。A股目前有1 500多家公司，今后还会更多，哪家公司性价比最高，哪家公司适合你，不能单凭运气，需要对公司价值深度发掘。价值就是在股海淘金中的矿脉。

长期以来我养成了一个习惯，喜欢在投资过程中不断积累和整理自己的思路，而过两三年再回头去看哪些观点是对的，哪些是不对的。人非圣贤，孰能无错，回头去看，那些曾经犯过的错对以后的帮助最大。本书写作绝不是想自我标榜，也不想对别人说教，很大程度上是对自己的阶段性小结，而且我自己也很希望今后能经常小结，希望过几年再来回顾，哪些地方现在判断对了，哪些判断错了。在形式上，我不希望这本书成为教条式的罗列，而更希望这本书像一本小时候读的连环画，将“价值”这个专业而枯燥的东西，通过一件件我本人和身边人遭遇过的案例，用图片轻松地展现给大家。如果能让阅读过这本书的读者乃至所有中国股民“价值起来”，就算对中国证券市场尽到自己一点微薄的力量。

需要重点申明，本书中的案例及研究资料不代表本人任何推荐性意见。还是那句老话，据此操作，风险自负。授之以鱼不若授之以渔，方法比结果更重要。一切都在变化之中，市场在变，热点在变、政策在变、企业价值也在变。希望读者能够理解本书的写作主旨。

毛　羽

2007年11月上海

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录

时代呼唤"价值投资" / 1

价值和淘金 / 1

一、基本面分析"五大效应" / 1

1. 效应一：基本面决定股价中长期趋势 / 1
2. 效应二：基本面转折股价必然转折 / 8

   附一：2007 年中期基本面持续改善的 39 家公司 / 17

3. 效应三：基本面决定股价运行的时间和空间 / 18

   附二：山东海化价值分析报告 / 32

4. 效应四：及时规避风险 / 36
5. 效应五：轻松看透故事 / 43

   附三：基本面分析八大定律 / 56

二、基本分析基础技能 / 57

1. 主要财务报表快速阅读技巧 / 58

   利润表 / 58

   资产负债表 / 61

   现金流量表 / 66

   金融类型公司的报表解读 / 71

2. 新旧会计报表变化 / 75

   附一：2007 年一季度交易性金融资产前 50 名 / 80

   附二：2007 年一季度可供出售金融资产前 50 名 / 82

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附三:2007 年一季度投资性房地产最多的前 50 家上市公司 / 84
3. 增值中国:新会计制度效应案例分析 / 85
附四:雅戈尔价值分析报告 / 89
4. 快速分析基本面 / 96
附五:雅戈尔财务精解报告 / 98

三、价值分析重要指标 / 107
1. 净利润 / 107
附一:2007 年中期利润大幅增长的 30 家公司 / 113
附二:稳定可预期成长策略选股结果 / 115
2. 收入 / 115
附三:收入成长性策略选股结果 / 122
3. 毛利率 / 123
附四:核心成长选股策略及选股结果 / 128
4. 行业毛利率 / 132
附五:双龙头策略及选股结果 / 140
5. 预收账款 / 141
附六:预收拐点策略选股结果 / 144
6. 市盈率、价值成长率和市梦率 / 145
附七:低估成长型选股结果 / 152
7. 小结:学会总结投资的六个理由 / 153
附八:天上掉下个林妹妹——西部矿业价值分析 / 155

四、十招搞定基本面 / 175
1. 第一招:看主业 / 176
2. 第二招:看盈利 / 180
盈利趋势 / 181
跟踪盈利趋势 / 187

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

验证盈利质量 / 188
现金为王 / 191
附一:2006 年现金流增长超过净利润增长最大的 30 家公司 / 198
3. 第三招:看规模 / 199
附二:2006 年度持续增长的规模企业 / 204
4. 第四招:看效率 / 205
附三:2006 年度利润增长超收入增长最大的 40 家公司 / 211
5. 第五招:看家底 / 212
附四:2007 年中期应收账款周转率高且大幅提升的公司 / 220
6. 第六招:看周期 / 221
季节性周期 / 222
行业性周期 / 225
附五:行业走强型选股策略及选股结果 / 231
7. 第七招:看外财 / 232
8. 第八招:看负债 / 239
过度负债型公司 / 240
保守型公司 / 241
精明型公司——借鸡生蛋 / 242
9. 第九招:看投资 / 244
10. 第十招:看控盘 / 248
附六:2007 年一季度股东减少、基金增持的公司 / 256
附七:2007 年 7 月控盘度最高的 20 家公司 / 256

五、大师投资之道 / 258
1. 格雷厄姆(Benjamin Graham) / 258
附一:格雷厄姆安全策略选股 / 260
2. 费雪(Kenneth L. Fisher) / 263
附二:费雪超级强势股策略选股 / 264
3. 巴菲特(Warren E. Buffett) / 265

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附三：巴菲特净资产收益率策略选股 / 268
4. 威廉·欧奈尔(William J. O'Neil) / 268
附四：欧奈尔CANSI思想选股 / 271

六、价值投资常见问题 / 272
1. 如何选股？ / 272
2. 何时买入？ / 273
3. 何时卖出？ / 274
4. 持股多少时间合适？ / 275
5. 我持有××公司三年，还是亏损？ / 276
6. 我买的公司每股收益很好啊，怎么还跌啊？ / 277
7. 赚钱能不能再快点？ / 278
8. 新股票好还是老股票好？ / 280
9. 市场永远是对的？ / 281
10. 价值投资与技术分析 / 282
11. 估值准确吗？ / 283
12. 估值为什么会变化？ / 286
13. 散户也能价值投资吗？ / 287
14. 炒股关键靠运气？ / 289
15. 庄家吃肉我喝汤？ / 290

附录一 基本面分析指标图解 / 292
附录二 基本面季度跟踪分析指标图解 / 320
后 记 / 342

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、基本面分析"五大效应"

证券市场发展十多年,以前大家都是在炒,大部分参与炒作的人都像这个"炒"字本身一样,最后的结果是火气越来越大,资金越来越少。2003 年以后,大家才开始认识到在"炒"的时候要看这个公司值不值,理性投资也逐渐为市场所接受。但很多投资者转向理智和冷静时,才发现对公司基本面和价值分析不得其门。最近做了一份调查,只有 5%的散户知道毛利率这个财务指标,而 75%的投资者都以上市公司每股收益作为判断上市公司基本面好坏的依据。但实际上,每股收益恰恰是可以着力包装的指标。散户投资者往往是买了"粉饰业绩"而实际基本面很差的公司,进而被深套,银广夏与蓝田就是最典型的例子。基本面对公司股价意味着什么?分析基本面能带来什么好处?基本面分析到底该如何着手?我们将从基本面效应入手向投资者详细介绍在这个市场中生存和盈利必须具备的一些基础知识和技能。

1. 效应一:基本面决定股价中长期趋势

所谓"基本面决定股价的中长期趋势"。即基本面好的公司,股价中长期变化趋势将是向上的。2004 年我曾经出过一份音像讲座,就叫《十招搞定基本面》。现在我们回头再来看其中的一些优质公司当时的基本面状况和这三年来的股价表现。

首先来看万科。万科在 2003 年主营收入即达到 60 亿元。在当时很多房

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地产行业公司在为生存而努力的时候，万科已在全国各地储备了大量的土地和项目，公司的毛利率和销售收入均大幅高于行业平均水平，是房地产行业当之无愧的龙头，具有优良的基本面(见图 1.1)。

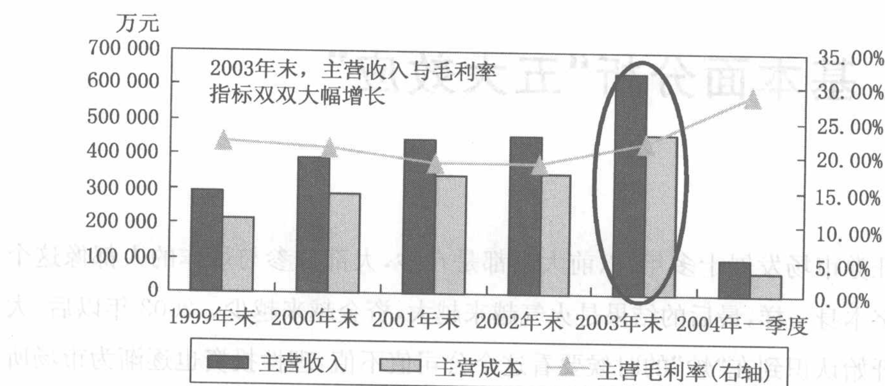


图 1.1 万科 A(000002)1999 年至 2004 年一季度主营收入及成本

图 1.1 是万科 1999 年到 2004 年一季度的主营收入成本及毛利率变化的趋势，其中柱状图对应看左轴的数据。如万科 2003 年末的主营收入在 65 亿元左右，折线图看右轴的数据，如万科 2003 年末的毛利率在 22%左右。2003 年末和 2002 年相比，万科的主营收入及毛利率都表现出大幅上升的趋势。如果在 2004 年一季度买入并持有万科到 2007 年 6 月(见图 1.2)，三年的时间，不算股改时的权

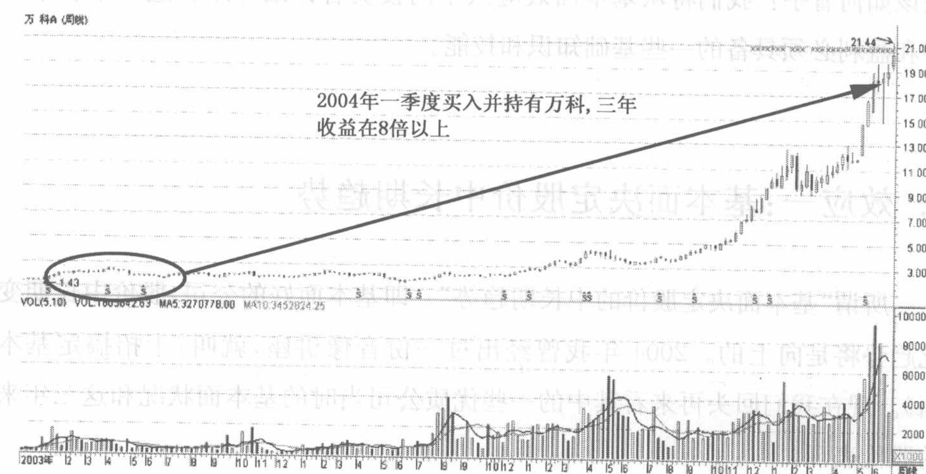


图 1.2 万科 A(000002)2003 年 12 月到 2007 年 6 月周 K 线

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证收益，已经获利8倍以上（为体现基本面变化的趋势，本书图表周期一般采用五年或八个季度，图表的解读模式均按上述万科收入及毛利率的解读模式，作者注）。

其次来回顾上海机场。2004年一季度发掘上海机场是由于看到公司主营收入持续高增长（见图1.3）：

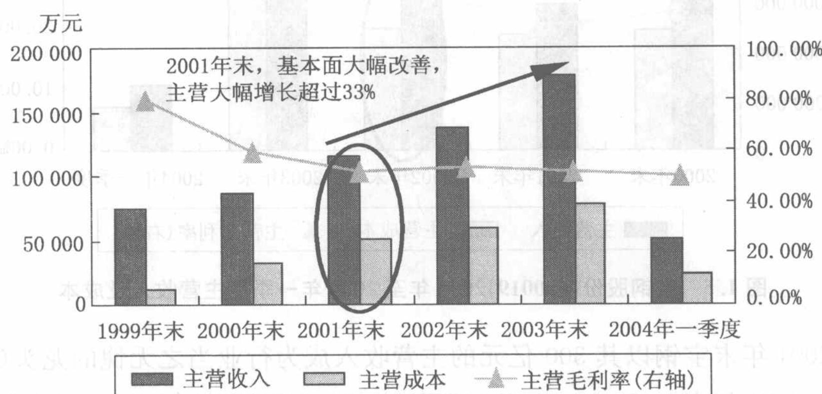


图 1.3　上海机场(600009)1999 年至 2004 年一季度主营收入及成本

上海机场多年来稳居国内机场客货运运输前列，是机场行业中当之无愧的龙头公司，公司持续保持垄断经营和高速发展。2001年末，上海机场收入大幅增长，显示公司进入快速成长期。而此后的三年，上海机场高速增长的趋势并没有改变，显示出公司的优良质地（见图1.4）。

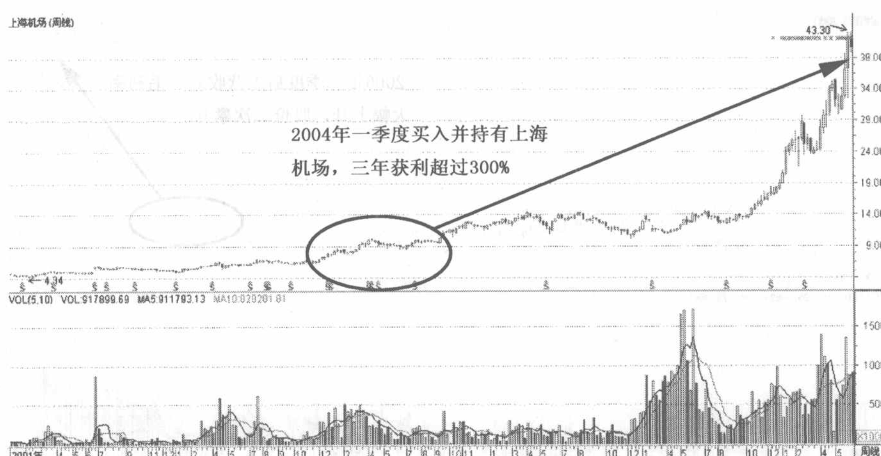


图 1.4　上海机场(600009)2001 年 12 月到 2007 年 6 月周 K 线

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

接下来看宝钢股份：

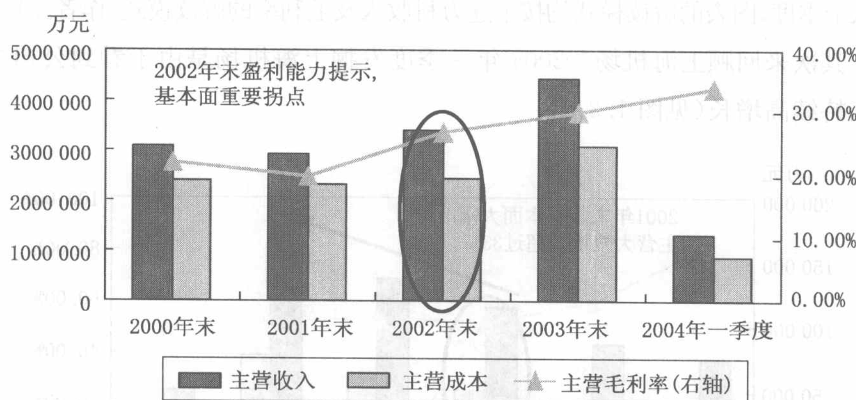


图 1.5 宝钢股份(600019)2000 年至 2004 年一季度主营收入及成本

2001 年末宝钢以其 300 亿元的主营收入成为行业当之无愧的龙头(见图 1.5)。2001 年末以后，宝钢出现主营收入与毛利率齐升的好现象，说明公司产品销售和价格均出现上涨，表明基本面发生实质性好转。在 2003 年初的“五朵金花”行情中，宝钢成为行情的“领头羊”，宝钢的价值发掘也第一次展现了 QFII 的价值视角和市场影响力。而之后宝钢在 2003 年、2004 年保持主营收入持续大幅增长。从 2006 年二季度开始，随钢铁产品的触底反弹，其毛利率进一步上升，股价大幅攀升(见图 1.6)。

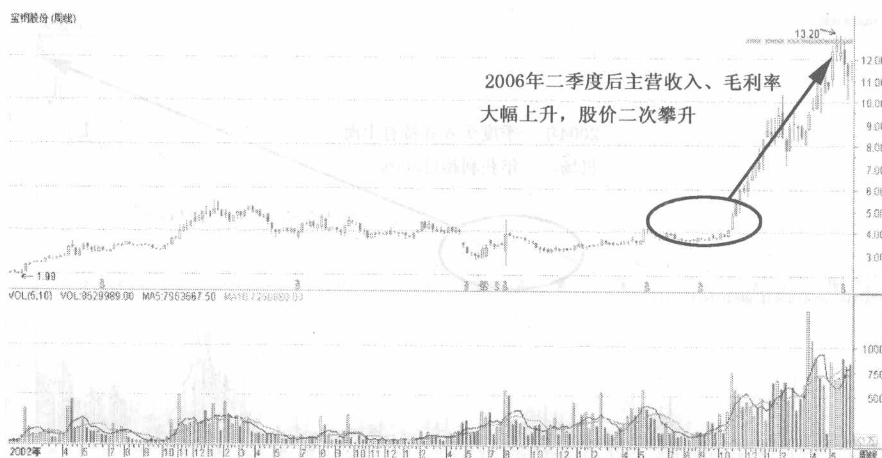


图 1.6 宝钢股份(600019)2002 年 12 月到 2007 年 6 月周 K 线

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后来看中集集团：

2003 年末，中集的主营收入超过 120 亿元，成为全球最大的集装箱生产商，由于在原材料领域强大的采购议价能力及在产品销售领域强大的定价能力，中集显现出强大的规模优势，购并了行业内大量生产能力，成为行业当之无愧的龙头企业，基本面上呈现出世界级企业的风范（见图 1.7）。

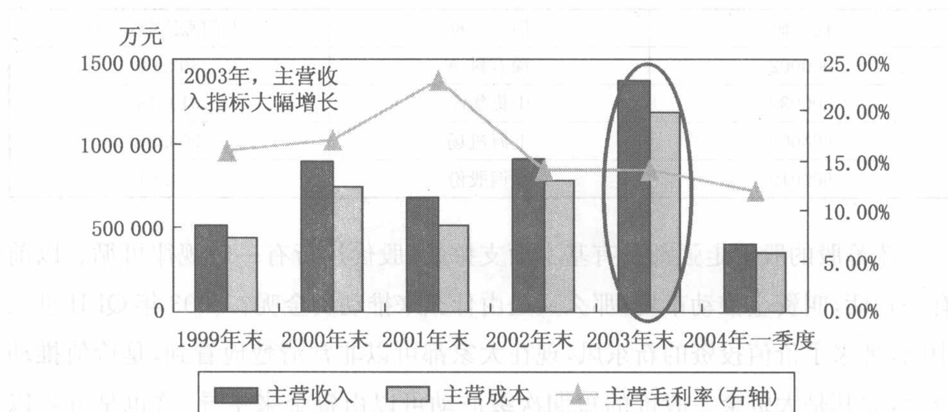


图 1.7 中集集团(000039)1999 年至 2004 年一季度主营收入及成本

2004 年一季度买入并持有中集，虽然公司在 2005 年中期曾遭遇 40%以上的调整，但事实证明，对于基本面好的龙头企业而言，下跌时买入是获得超额利润的最好方式（见图 1.8）。

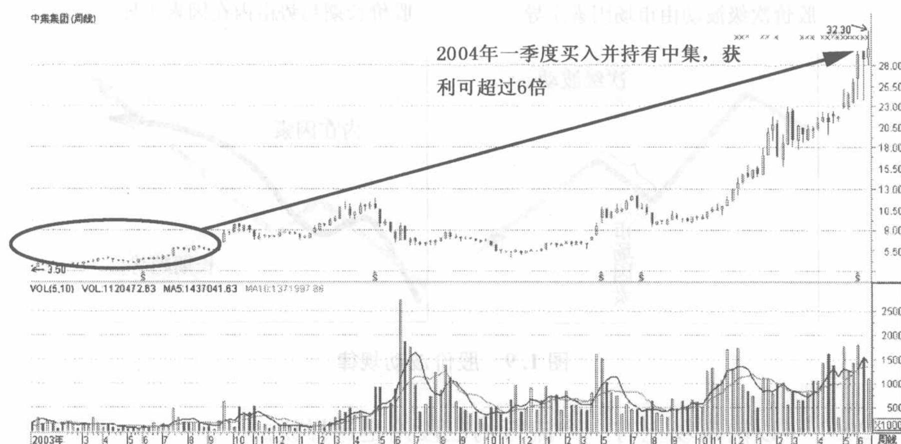


图 1.8 中集集团(000039)2003 年 12 月到 2007 年 6 月周 K 线

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其实上述四家公司都是在 2004 年熊市中发掘的公司(见《十招搞定基本面》,九州音像出版社 2004 年版)。从 2004 年 6 月 16 日到 2007 年 6 月 15 日三年中,这四家公司的涨幅如下,平均上涨 478.40%,是同期上证指数涨幅的 3 倍(见表 1.1)。

表 1.1 部分优质公司从熊市到牛市的涨跌幅

代　码	简　　称	期间涨跌幅(%)
000002	深万科 A	802.06
000039	中集集团	619.18
600009	上海机场	308.36
600019	宝钢股份	184.01

蓝筹股的股价走强都是有基本面支撑的,股价运行有一定规律可循。以前有一句话,叫资金推动市场,那么又是由什么来推动资金呢?2003 年 QFII 进入中国,带来了价值投资的新东风,现在大家都可以非常清楚地看到,是价值推动资金,尤其是大资金。股价的短期次级波动可以由资金来主导,这也是五年以前以德隆为代表的庄家在市场上横行,市场价值完全被践踏的原因。然而 2001 年以后的五年熊市,彻底毁灭了庄家不败的神话,因为大家已经明白,庄家可以操纵一时,却不能操纵长久,可以操纵个股,却无法操纵全局。市场的中长期趋势必然取决于市场自身内在价值(见图 1.9)。

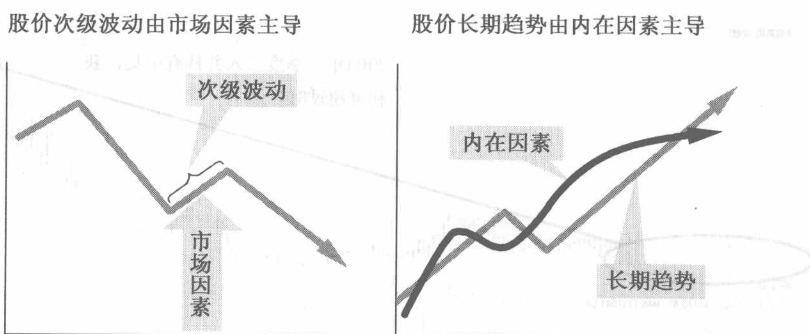


图 1.9 股价波动规律

2001 年以前市场上有一个流行的三段论是这样说的:

“股票是庄家操纵的,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

庄家是不会赔钱的，

所以要跟庄。”

而七年后的市场，市场环境已经发生了完全变化，还要用三段论来表述的话，上面的老三段论就应该调整为下面的新三段论：

“市场是由大资金驱动的，

大资金不可能做没有价值的股票，

所以要发掘价值。”

如图1.10是一张1999年到2003年优质股票、劣质股票和上证指数涨跌的对比图，不难看出我国的股票市场在1999年、2000年牛市时期是劣质100绝对跑赢了市场，更跑赢了优质100，在2001年、2002年市场大跌的熊市，优质股票在2001年还表现出抗跌，但2002年也表现出补跌的效应，2003年一季度后，优质股开始跑赢市场和劣质股，这种情况到了四季度则表现更为明显，优质股不断上涨而劣质股则连连下跌。

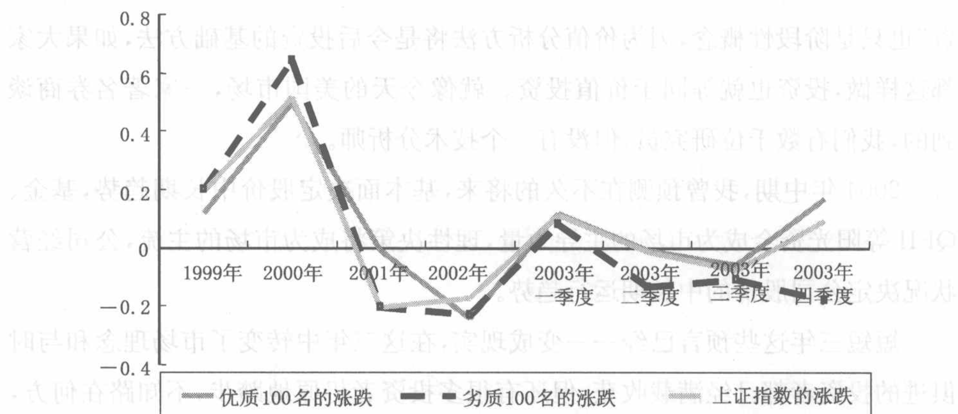


图1.10 1999年至2003年优质股与劣质股涨跌幅表现

今天，市场对价值的理解已决然不同于2001年前。但仍要看到，很多普通投资者依然沉醉于“主力”、“庄家”、“拉升”、“打压”这些不可预测和神秘因素的分析中，这种情况只能称之为“中国特色证券市场阶段性产物”。在监管不到位，没有融券、做空机制及大股东股票仍然不能完全流通的情况下，这种盈利模

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

式还会存在一定的时间。但 2007 年 5 月 30 日市场暴跌之后，市场经历了严重的分化，许多绩优股迅速恢复并创出新高，而更多暴跌的垃圾股则仍在底部徘徊。市场正在经历从靠赌性赚钱到靠理性赚钱的转折。这是一个渐变的过程，可能还要等待市场环境和交易机制的成熟。但这个趋势是不会改变的。如果把 2002 年以前称为无价值时代，2003 年到 2006 年是价值投资史前时代，那从 2007 年起就可以称为进入价值投资时代。2007 年是价值投资元年，这一年市场对大量新入市投资者进行了无情的风险教育。2007 年的大牛市解决了绝大部分机构做庄的历史遗留问题，让它们放下包袱轻装上阵。2007 年也解放了我们监管机构，把监管机构从对指数负责变为对市场负责，让监管机构把精力回归到了本职工作：那就是抓上市公司信息披露，抓内幕交易操纵市场。从 2007 年 4 月份起，监管机构已提前要求各大券商提示股民交易风险，强调买者自负，大部分股民都已经明白，自己应该对自己的交易行为负责。

可以这样说，在今后的资本市场中，价值不是万能的，但没有价值是万万不能的。所谓价值投资，其实是基于价值分析基础上的投资。可以预见，“价值投资”也只是阶段性概念，因为价值分析方法将是今后投资的基础方法，如果大家都这样做，投资也就等同于价值投资。就像今天的美国市场，一家著名券商谈到的，我们有数千位研究员，但没有一个技术分析师。

2004 年中期，我曾预测在不久的将来，基本面决定股价中长期趋势，基金、QFII 等阳光资金成为市场的主导力量，理性决策将成为市场的主流，公司经营状况决定公司股价的中长期运行趋势。

短短三年这些预言已经一一变成现实，在这三年中转变了市场理念和与时俱进的投资者都已经满载收获，但还有很多投资者仍原地踏步，不知路在何方，面对这个市场，依然战战兢兢，如履薄冰。

2. 效应二：基本面转折股价必然转折

以前一直有种说法，技术指标转折股价会转折，投资者主要精力放在 K 线

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和指标研究上，重点关注的是股价指标转折，而很少关注上市公司基本面转折。机构投资者更加关注的是公司基本面转折所带来的机会。公司基本面转折一般有三种原因：一是由于行业复苏使公司基本面出现转折；二是由于重组等外部原因导致公司基本面转折；三是由于公司内生的原因导致公司基本面发生逆转或持续改善。先来看一个例子（见图 1.11）。

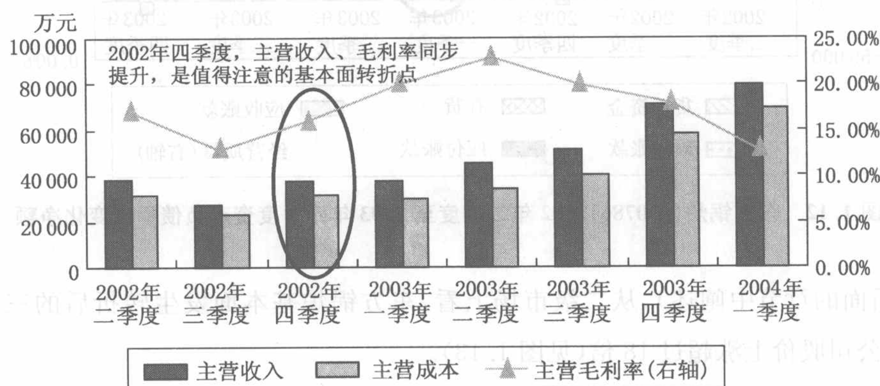


图 1.11 东方锅炉(600786)2002 年二季度至 2004 年一季度主营业务收入及成本

图 1.11 是东方锅炉在 2002 年二季度到 2004 年一季度连续八个季度的主营业务收入、成本及毛利率的季度实际状况图（上述数据根据公司财务数据计算每季度运行的实际绩效，并对最近八个季度进行图表比较，以便直观发现公司每个季度经营的异常变化，本书中涉及公司季度绩效均按季度业绩拆分方法解读，作者注）。

再看看东方锅炉 2002 年二季度到 2003 年四季度的预收账款变动情况（见图 1.12）。

将公司每个季度的业绩分拆出来，做成图表，就更能清晰地判断上市公司在哪个季度出现了实质性的经营拐点，这也是在实践中总结出来的一个独特方法，从判断公司基本面拐点来看非常有效。从上面的图表可以看出 2002 年四季度，东方锅炉的主营收入和毛利率都出现了大幅提升，而随后几个季度也是向好的方向发展。更为重要的是，在 2003 年一季度，东方锅炉的预收账款出现大幅上升，再次强烈印证公司的基本面出现转折（关于预收账款的效应我们将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

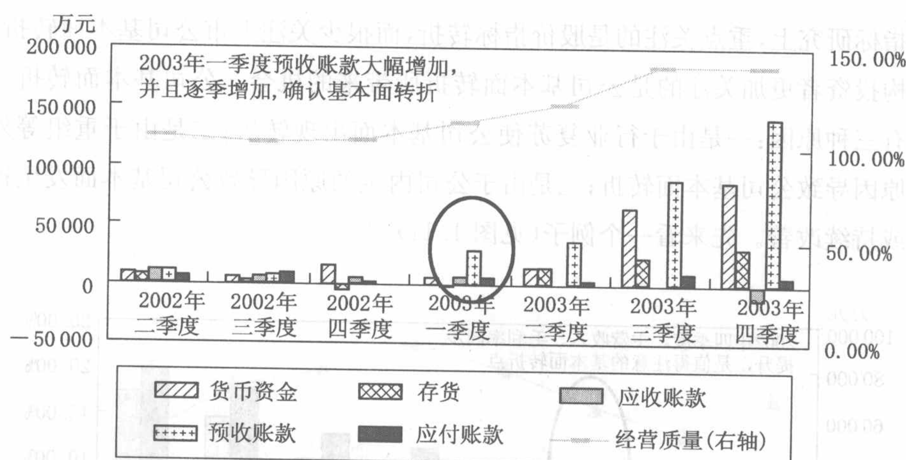


图 1.12　东方锅炉（600786）2002 年二季度至 2003 年四季度资产负债季度变化净额

在后面的章节中阐述），从二级市场上看，东方锅炉基本面发生转折后的三年中，公司股价上涨超过 18 倍（见图 1.13）。

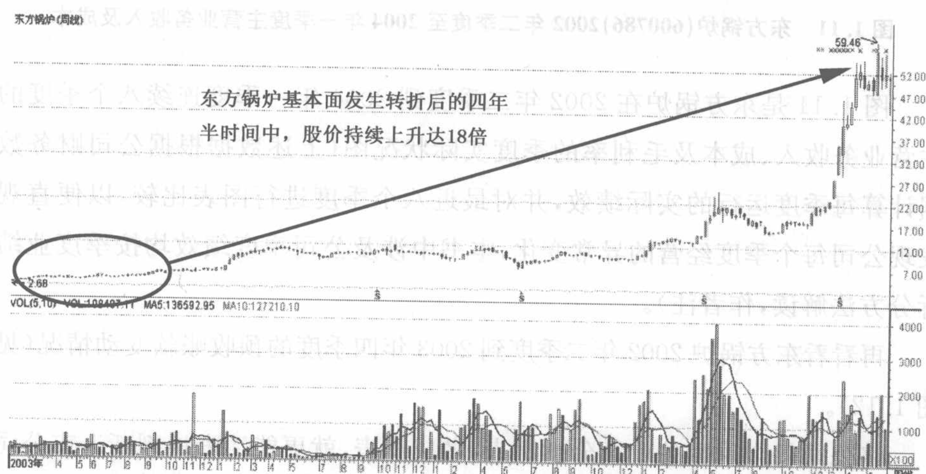


图 1.13　东方锅炉（600786）2003 年 1 月到 2007 年 6 月周 K 线

东方锅炉基本面转折的原因是行业性触底反弹，2003 年以前由于宏观调控压缩对电站的投资，造成公司产品严重需求不足，而随着 2003 年各地表现出来的缺电效应导致电力需求上升，电力投资大幅上升，公司产品开始严重供不应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

求，签订大量合同及收到大量预付定金。这一切都体现在公司基本面转折上，而公司股价是随基本面转折而大幅上升的。

下面再来看一家由于重组而导致基本面转折的公司以及对这类公司的分析方法。

2002 年四季度，国投电力的毛利率大幅上升，并且由负转正，表明公司主营业务内容已发生实质性变化，是重组成功的标志(见图 1.14)。通常对重组型公司而言，公司季度主营收入、毛利率、净利润大幅变动，与以前季度发生明显变化，均表示公司主业已经调整(见图 1.15)。

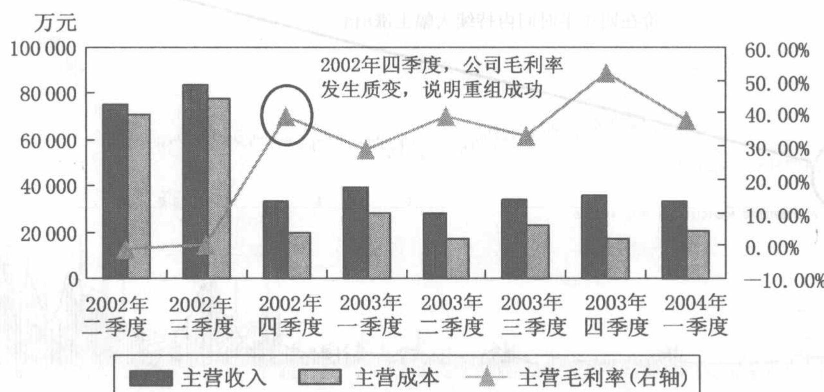


图 1.14　国投电力(600886)2002 年二季度至 2004 年一季度主营收入及成本

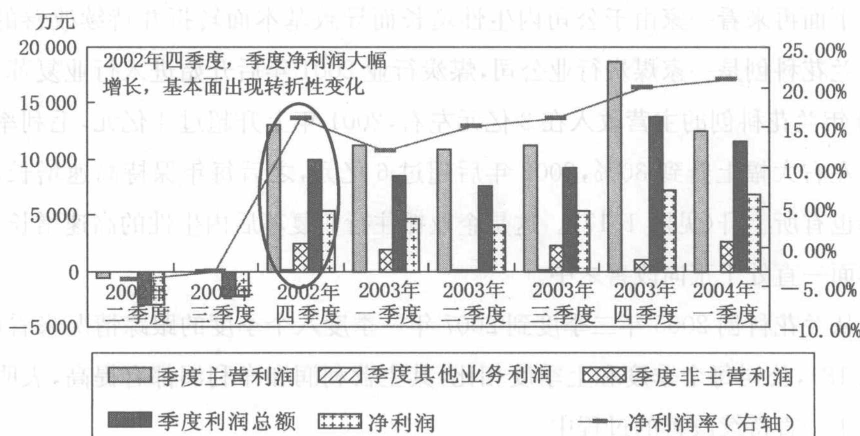


图 1.15　国投电力(600886)2002 年二季度至 2004 年一季度运营利润

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国投电力原名湖北兴化，是一家重组型公司。市场中重组型公司在前些年大部分以账面重组、改名重组为主，结果往往是风光一时之后便打回原形。而国投电力从季度跟踪的情况看，其重组后虽然自2002年四季度开始主营收入下降，但其净利润大幅提升，表明重组方的确将盈利的资产注入了公司，公司的基本面发生了质的变化，从2002年四季度到现在2007年6月，股价自最低谷时期已上涨超过8倍(见图1.16)。

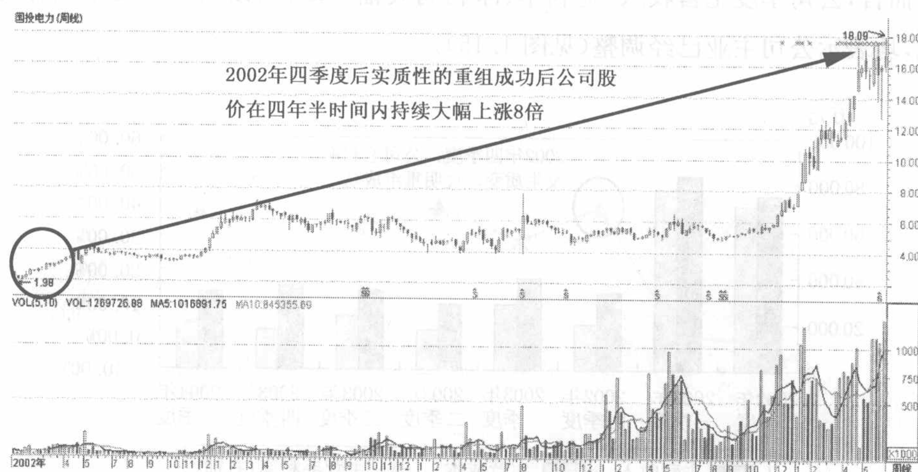


图1.16 国投电力(600886)2003年1月到2007年6月周K线

下面再来看一家由于公司内生性增长而导致基本面转折并持续改善的公司。兰花科创是一家煤炭行业公司，煤炭行业2001年后开始进入行业复苏期。2000年兰花科创的主营收入在3亿元左右，2001年上升超过4亿元，毛利率由15%左右大幅上升到30%，2002年后超过6亿元，之后每年保持高速增长，毛利率也有所上升(见图1.17)。这是企业抓住行业复苏后内生性的高速增长，其基本面一直处于正向改善之中。

从兰花科创2005年二季度到2007年一季度八个季度的跟踪情况来看(见图1.18)，公司每个季度和上季度相比，其主营利润和净利润都有提高，表明公司处于一直持续改善的过程中。

自2001年末公司基本面发生了转折性的变化之后，经过对兰花科创每年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

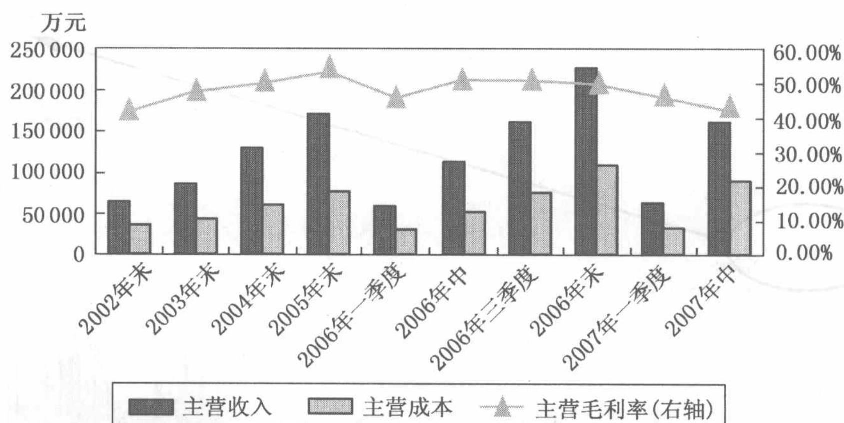


图 1.17 兰花科创(600123)2002 年至 2007 年一季度主营业务收入及成本

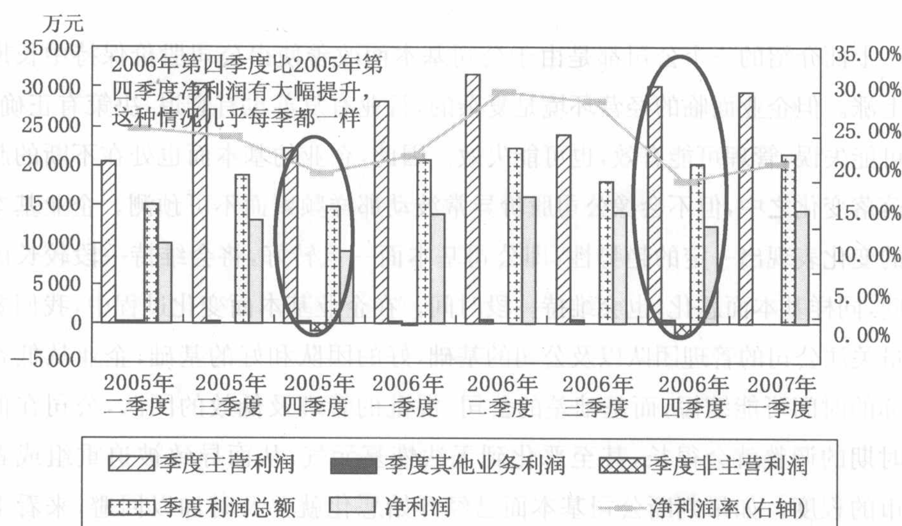


图 1.18 兰花科创(600123)2005 年二季度至 2007 年一季度运营利润

度和季度的跟踪，该公司都保持高速增长的趋势，这样的公司就可以采取买入并持有的策略(见图 1.19)。

从行情中也可看到，即便在漫漫熊市中，由于基本面的支持，兰花科创的跌幅远远小于市场和其他公司，而一到牛市，这样的公司的股价上升爆发性便得到最好体现，上升幅度超过 6 倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

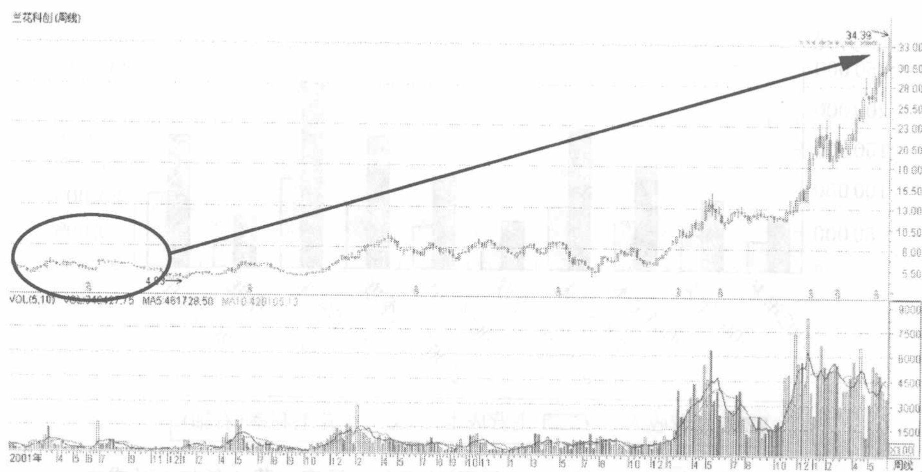


图 1.19 兰花科创(600123)2001 年 12 月到 2007 年 6 月周 K 线

上面介绍的三个公司都是由于公司基本面改善使得公司股价保持中长期的上涨。但企业面临的经营环境是复杂的，行业有复苏也有衰退，决策有正确，也可能失误，管理可能有效，也可能失效。因此，企业的基本面也处在不断的起起落落变化之中，但不会像公司股价异常波动那样频繁而不可预测。企业基本面的变化表现出一定的趋势性，即公司基本面一旦转好，将会维持一段较长的时间，同样基本面恶化，也会维持一段时间。在企业基本面变化过程中，我们要尽量关注公司的管理团队以及公司的基础，好的团队和好的基础，企业从低谷复苏的时间可能缩短，而基础差的公司、混乱的管理及低效的团队，公司在低谷时期的调整就会很长，甚至恶化到无法恢复元气，从而导致被迫重组或者退市的程度。如果判断公司基本面已经开始恶化就要及时加以回避，来看下面的例子。

韶钢松山 2002 年四季度出现主营和毛利率双双大幅上升，表明公司基本面在大幅改善，其后公司股价大幅上升。然而到了 2004 年一季度以后，公司出现收入及毛利率双双大幅度下降，出现了公司基本面恶化的征兆，此时应该结合行业及公司其他信息及时采取风险控制措施(见图 1.20)。

在公司基本面开始恶化时，如果市场处于牛市还可能获得比较从容应对的时间，但如果当时的市场处于熊市或大盘处于下跌时期，就应该立即抛出股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

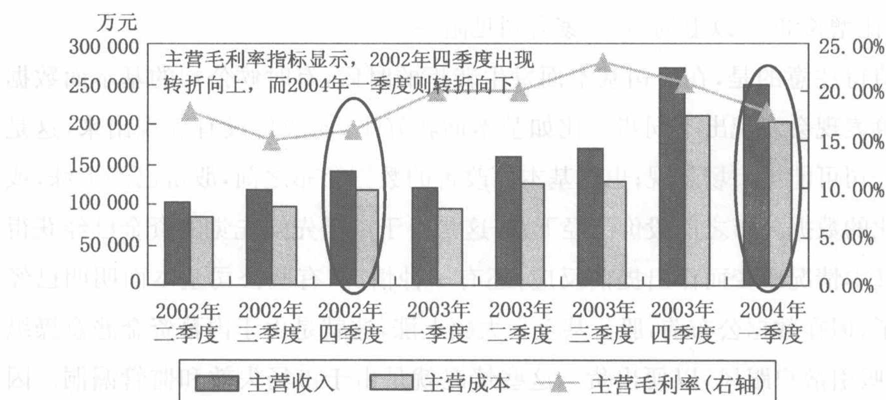


图 1.20　韶钢松山(000717)2002 年二季度至 2004 年一季度主营业务收入与成本

机构尤其是基金对于基本面恶化的公司采取的措施非常果断，稍一犹豫，可能会招致更大的损失。就如韶钢松山，一个月以内就可下跌 25%，所以当基本面恶化时就应该果断出局，避免之后三年的漫漫熊途(见图 1.21)。

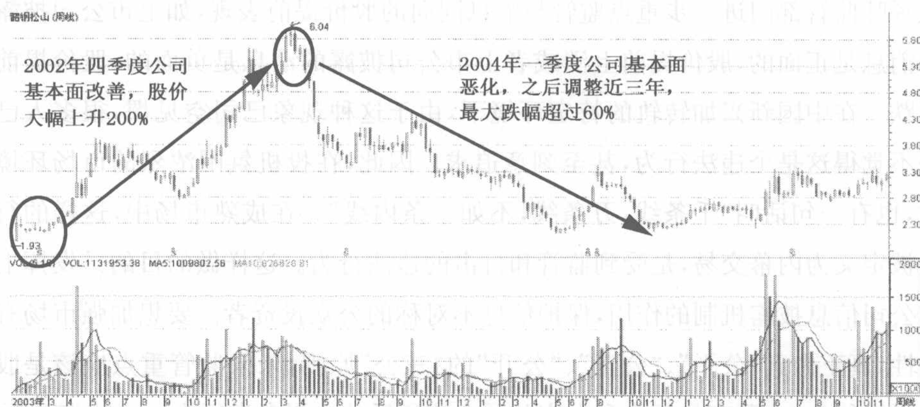


图 1.21　韶钢松山(000717)2003 年 1 月到 2006 年 11 月周 K 线

从上面的案例可以看出，基本面转折通过重要的经营指标反映出来，经营指标的转折往往标志公司基本面出现转折，而公司基本面的转折最终将引发股价的转折。这种基本面效应对于发现“基本面”见顶的公司，从而规避顶部风险极为重要。

2007 年中期净利润 5 000 万元以上，毛利润同比上升，净利润三年稳健增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长，同比增长30%以上的前39家公司见附一。

值得注意的是，在公司基本面发生转折的时候，有时候公司的基本面数据和股价表现会表现出不同步。比如基本面转好了，而股价没有表现出来，这是由于公司可能被市场忽视；也有基本面改善的数据公布之前，股价已经上涨，或者恶化的数据公布之前股价已经下跌，这是由于市场先知先觉的资金已经获得公司基本情况改变而作出提前反应；还有一种情况，有些公司基本面明明已经恶化了，但在数据公布前，股价甚至会大幅上涨，这就是由于内幕资金恶意操纵市场，吸引散户跟风，以便出货。这些情况就是由于市场失效和监管漏洞。因此，在每次市场涨跌的背后，都可能是一次"阴谋"，需要投资人加强各方面因素的分析，从而提高自己的应对能力。比如某个公司上涨，其行业中的相关公司也上涨，而且这些公司多属基金等阳光资金的持有目标，那么这样的上涨就值得关注；但如果某个公司上涨，是孤立的单个公司上涨，并且找不到基金等阳光机构的身影，那么就要考虑这有可能是主力的个别行为，需要谨慎对待。同时也呼吁监管部门进一步重点监管与消息同向的股价提前表现，如上市公司披露的消息是正面的，股价提前上涨或者上市公司披露的消息是负面的，股价提前下跌。在中国新兴加转轨的特定环境下，由于这种现象已司空见惯，很多人已经不觉得这是个违法行为，甚至刻意追求。因此，在投机氛围浓烈的市场环境中，也有一句话叫"千条线，万条线，不如一条内线"。在成熟市场中，这样的行为被定义为内幕交易，是受到监管和打击的违法行为。这样做的目的是发挥上市公司信息披露机制的作用，保护信息不对称的公众投资者。要想加强市场有效性，真正做到"公平"、"公正"、"公开"的"三公"原则，未来监管重点应该是股价操纵行为、内幕交易行为和上市公司全流通后的自买自卖行为。2007年中国证监会、交易所加强了对市场操纵和研究员提前买入股票内幕交易监管等，从诸如杭萧钢构事件、基金经理老鼠仓事件等典型事件的查处上可以看出监管机构正在积极强化监管措施。但要达到真正监管的效果，还要强化上市公司信息披露，把投资者、市场相关中介机构都吸收到对上市公司的监管体系中来，把上市公司变成真正意义上的公众公司，不只是证监会和交易所两个机构发挥作用。而要实现全社会共同监管，基础条件是必须有充分的信息披露，除了上市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司目前信息披露存在时间滞后、内容不足外，基金、QFII、保险机构等的买卖信息披露也需要加强。2007 年 6 月就发生基金参与炒作垃圾股而被中国证监会召集到北京参加价值投资培训的报道。这类情况只要参照国际成熟经验，强制披露公募基金、QFII、保险机构每日买入、卖出超过一定金额的个股，将阳光机构真正置身于阳光之下，就可有效地解决这个问题。在未来境外投资机构越来越多地介入 A 股市场的大趋势下，形成与国际接轨的交易披露机制，对维护国内金融安全秩序尤为必要。

附一：2007 年中期基本面持续改善的 39 家公司（见表 1.2）

表 1.2　2007 年中期基本面持续改善的 39 家公司

序号	股票代码	股票简称	所属行业	净利润增长稳健度	净利润（万元）	净利润同比增长率（%）	毛利率同比变化率（%）
1	000046	泛海建设	房地产	持续增长	28 680	566	5
2	000151	中成股份	外贸	持续增长	6 816	143	21
3	000422	湖北宜化	化工产品	持续增长	17 310	79	9
4	000527	美的电器	家电	持续增长	71 048	126	5
5	000554	泰山石油	油料销售	持续增长	6 473	137	15
6	000559	万向钱潮	汽车零部件	持续增长	12 602	68	13
7	000568	泸州老窖	酒类	持续增长	25 416	39	4
8	000623	吉林敖东	中药及保健品	持续增长	97 777	870	2
9	000651	格力电器	家电	持续增长	48 551	57	10
10	000667	名流置业	房地产	持续增长	12 784	90	12
11	000690	宝新能源	火电及水电	持续增长	20 902	65	13
12	000698	沈阳化工	石化	持续增长	8 251	47	5
13	000755	山西三维	化工产品	持续增长	17 933	220	51
14	000759	武汉中百	百货	持续增长	5 320	72	29
15	000786	北新建材	水泥建材	持续增长	7 710	47	12
16	000825	太钢不锈	钢铁	持续增长	274 053	305	28
17	000858	五粮液	酒类	持续增长	114 436	40	12

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

序号	股票代码	股票简称	所属行业	净利润增长稳健度	净利润（万元）	净利润同比增长率（%）	毛利率同比变化率（%）
18	000869	张裕A	酒类	持续增长	27 314	37	0
19	000878	云南铜业	有色金属	持续增长	77 353	58	38
20	000898	鞍钢股份	钢铁	持续增长	480 400	58	24
21	000910	大亚科技	其他制造业	持续增长	8 404	99	15
22	000951	中国重汽	商用车	持续增长	33 989	296	71
23	000963	华东医药	医药批发零售	持续增长	8 679	89	5
24	000987	广州友谊	百货	持续增长	9 069	35	21
25	001696	宗申动力	动力机械	持续增长	10 815	98	27
26	002008	大族激光	设备制造	持续增长	7 551	136	3
27	002022	科华生物	生物制药	持续增长	5 304	46	0
28	002024	苏宁电器	百货	持续增长	57 837	125	40
29	002028	思源电气	电力设备制造	持续增长	5 074	50	1
30	600015	华夏银行	银行	持续增长	101 002	36	2
31	600016	民生银行	银行	持续增长	282 128	63	21
32	600028	中国石化	石化	持续增长	3 492 500	69	21
33	600030	中信证券	证券保险	持续增长	502 529	701	42 964
34	600036	招商银行	银行	持续增长	612 000	119	31
35	600054	黄山旅游	旅游业	持续增长	6 851	48	17
36	600060	海信电器	家电	持续增长	7 845	44	4
37	600067	冠城大通	电力设备制造	持续增长	10 305	74	0
38	600075	新疆天业	化工产品	持续增长	14 163	34	9
39	600100	同方股份	信息技术	持续增长	15 780	86	5

3. 效应三：基本面决定股价运行的时间和空间

股价是围绕着公司的价值波动的，如果股价运行区间远远高于公司的价值，说明公司股价被高估，反之则是被低估。当股价过分低于价值时，投资的安全边际越来越高，获利的机会也就越来越大；而当股价过分高于价值时，投资的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险就会越来越大，必须及时寻找具有充分安全边际的投资目标(见图 1.22)。

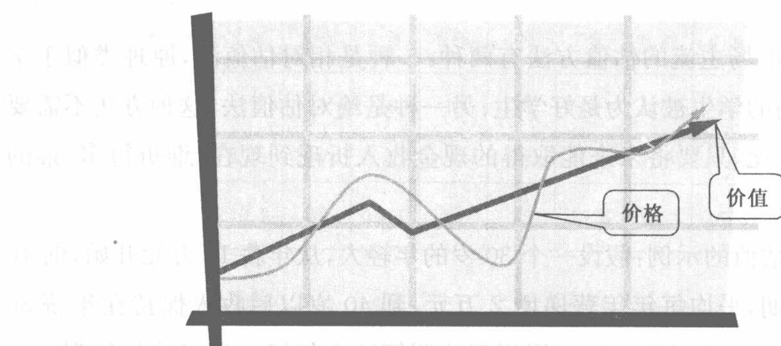


图 1.22 价格(股价)围绕价值波动

公司的价值是比较难以量化的，但估值是价值投资的第一基础。许多人看有关巴菲特的著作时，都因为估值而卡了壳。实际上，如果没有估值的基础，巴菲特理论至少会丧失 70%的操作意义。巴菲特本人对科技股很少涉及，重要原因就在于科技股的内在价值难以采用折现方法评估，因此巴菲特宁愿放弃机会也不承担风险。这点从巴菲特控股的伯克希尔·哈撒韦公司(证券代码:BRKA)股价表现上看也很明显。在 1999 年科技股、网络股盛行以后，BRKA 公司的股价增长曲线就已经变得比较平缓，表明巴菲特的投资方法更适用传统经济模式的公司(见图 1.23)。股价围绕公司价值波动，但是公司价值一直是难以准



资料来源：www.yahoo.com.

图 1.23 BRKA 公司 1990 年 8 月至 2007 年 8 月股价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

确度量。如果公司价值能用估值模型估算出来，应该能给投资者操作带来极大的便利。

全球资本市场主流的估值方法有两种：一种是相对估值法，原理类似于学生考试，总分高的学生被认为是好学生；另一种是绝对估值法，这种方法不需要考试，不和别人比，只要将未来能取得的现金收入折现到现在，谁折得多，谁的价值就高。

先看绝对估值的示例：假设一个 30 岁的年轻人，从年薪 10 万元开始，前 10 年为快速成长期，平均每年年薪递增 2 万元，到 40 岁以后收入保持在年薪 30 万元，并稳定到 60 岁退休。如何用折现法测算这个年轻人的经济价值呢？假设按市场无风险利率 3%（即银行利率稳定在 3%并保持不变）计算，这个年轻人的现金折算价值大约为 488 万元。如果市场无风险利率为 5%时，这个年轻人的内在价值就变成 370 万元。具体折现计算如下：

计算示例 1，假设市场无风险收益为 3%（见表 1.3）：

表 1.3 折现计算示例 1

	第 1 年	2 年	3 年	4 年	5 年	6 年	7 年	8 年	9 年	10 年	之后 20 年
年收入（万元）	10	12	14	16	18	20	22	24	26	28	30
折现因子	0.97	0.94	0.92	0.89	0.86	0.84	0.81	0.79	0.77	0.74	11.03
折算为当期收入（万元）	9.7	11.3	12.8	14.2	15.5	16.7	17.9	18.9	19.9	20.8	330.9
成长期折现价值 157 万元											永续期折现价值 330.9 万元
合计总折现价值：487.9 万元											

计算示例 2，假设市场无风险收益为 5%（见表 1.4）：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 1.4　折现计算示例 2

	第 1 年	2 年	3 年	4 年	5 年	6 年	7 年	8 年	9 年	10 年	之后 20 年
年收入（万元）	10	12	14	16	18	20	22	24	26	28	30
折现因子	0. 95	0. 91	0. 86	0. 82	0. 78	0. 75	0. 71	0. 68	0. 64	0. 61	7. 67
折算为当期收入（万元）	9. 5	10. 9	12	13. 1	14	15	15. 6	16. 3	16. 6	17. 2	230. 1
成长期折现价值 140. 2 万元											永续期折现价值 230. 1 万元
合计总折现价值 370. 3 万元											

把上面的年轻人看成一个公司，考虑公司的股本因素，用折现值除总股本（比如上例是 50 万股的公司），以此可以推算公司的内在价值为每股 9. 76 元左右，而如果当前股价是 5 元，则公司具有 4. 78 元的安全边际，而如果公司当前股价是 20 元，则公司具有相当高的交易风险。

公司绝对估值的原理与此类似，但所考虑的问题要复杂得多，如盈利预测、UFCF（无杠杆自由现金流）、wacc（资本的加权平均成本或折现率）、β（与市场相比的风险程度）等。下面将自由现金流 DCF 估值方法作一简单介绍。

DCF 估值分为三个阶段：第一阶段预测公司的自由现金流量；第二阶段计算终值；第三阶段计算资本的加权平均成本。其可以用下面的图 1. 24 表示。

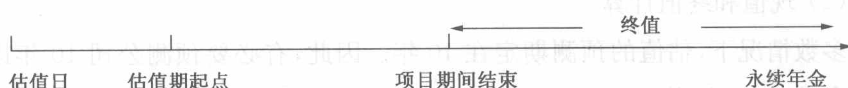


图 1. 24　DCF 估值阶段图

DCF 自由现金流估值的过程见图 1. 25。

其中，主要过程指标说明如下：

（1）无杠杆自由现金流。

无杠杆自由现金流是在保持企业正常运行的情况下，可以向股权和债权持有人分配的现金。预测时以企业的息前税后利润为起点，加上非现金支出，然后再减去维持这些利润所需的营运资金和资本支出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

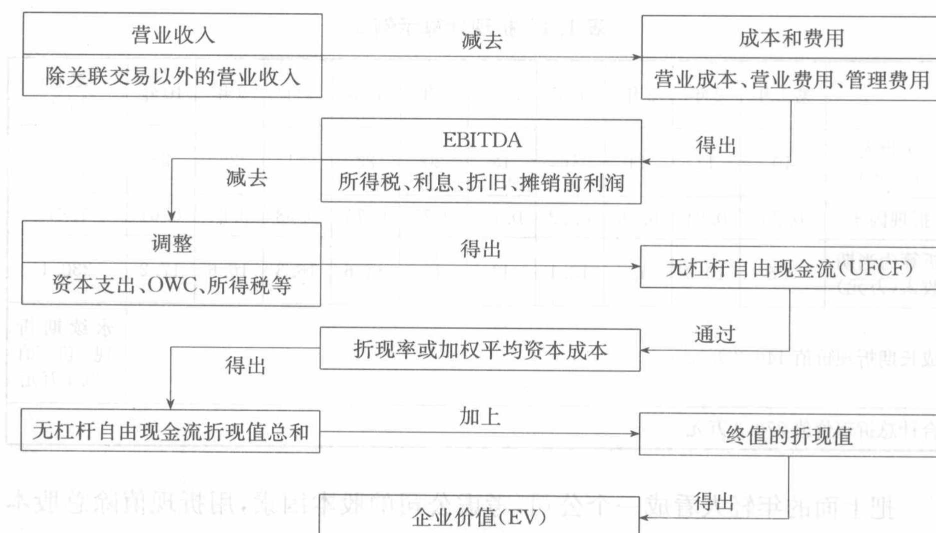


图 1.25 DCF 主要过程

计算公式：

$EBIT$ − 税($EBIT$ × Tax rate)

= $EBIAT$ + 折旧、摊销，以及长期无息负债的增加额 − 营运资金的增加 − 资本支出

= 无杠杆自由现金流

其中，$EBIT$ 为息税前利润；$EBIAT$ 为息前税后利润。

(2) 现值和终值计算。

多数情况下，估值的预测期定在 10 年。因此，有必要预测公司 10 年以后的剩余值——"终值"。可以通过几种方法计算终值，最重要的有如下两种方法：

a. 隐含退出倍数(implied exit multiple)：将最后一年的经营利润或 EBITDA 乘以适当的倍数，预估出企业的值。选定的倍数应能反映出企业当前的增长潜力。在预测的最后，公司的增长率有可能要低于预测初期，因此最终倍数也要有可能比当前的倍数低。

b. Gordon 增长模型：可以用永续增长公式计算公司的终值——最后一年年初的终值 = 稳态现金流量/(折现率 − 长期增长率 g)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现值的计算公式：$CFN/(1+wacc)^{\wedge}N$

永续增长终值计算公式：最后一年自由现金流×$(1+g)/(wacc-g)$

或者：

第 $K+1$ 年自由现金流 $/(wacc-g)$

(3) 加权平均资本成本。

折现率是对不同机会的收益/风险状况进行比较，作出投资决策。投资者在向公司出资时其期望的收益为多少？折现率应能反映出正在计算现值的现金流量的风险程度。例如，对于一个大型的电力公司而言，其风险相对较低，与风险较高的航空公司相比，其折现率也要低。在计算现金流量过程中使用的折现率被称为资本的加权平均成本，或简称为 wacc。

大多数公司都同时运用债务和股权两种方式融资。它们的资本成本也是债务与股权成本的总和。

资本的加权平均成本(wacc)，由下列公式进行计算：

$wacc=$[(债务/总资本)×债务成本×(1－税率)]+[(股权/总资本)×股权成本]

$$wacc=D/(D+E)\times(1-t)\times Rd+E/(D+E)\times[Rf+\beta(Rm-Rf)]$$

其中，$D/(D+E)$ 为资产负债率，

t 为所得税率，

Rd 为债务到期收益率，

$E/(D+E)$ 为资产权益率，

Rf 为无风险收益率，

Rm 为市场平均收益率。

(4) β 值。

β 值是指与市场相比股票的风险程度(贝它系数)。贝它系数测定的是某个股票的收益与整个市场的收益相比，所具有的不稳定程度。简而言之，如果 A 公司的 β 系数为 1，则当股票市场的总体收益增加 10%的时候，A 公司的股票的预期收益就会增加 10%。如果 A 公司的 β 系数为 0.5，那么它的预期收益就会增加 5%。如果 A 公司的 β 系数为 2，则它的预期收益就会增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加 20%。

从上面的 DCF 计算示例过程看出，绝对估值方法具体应用比较复杂，的确非一般专业人员可运用，更不要说普通投资者了。绝对估值的方法在成熟市场的应用一般也主要用于 IPO 时对公司发行价格的定价，而且往往是由多位专业人士组成的小组通过大量反复的公司评估、模型选用、参数核定、敏感性分析等工作过程，评估时间往往长达一个月甚至数月。因此，做好公司绝对估值的分析，是一件相当不容易的事情。

再来看看相对估值。价值是比出来的，马是不是跑得快，要有比较才知道。所谓相对估值是选取一组公司或行业，用公司的某一个价值指标与可比公司或行业的平均水平(如市盈率、市净率、市销率等)进行比较。如果比较下来，行业平均市盈率是 30 倍，而公司市盈率只有 10 倍，不考虑成长性等其他因素的话，则公司股价按市盈率估值被低估，有较大的上升空间；反之，行业市盈率是 20 倍，公司市盈率为 70 倍，不考虑其他因素的话，表明公司股价已经严重偏离行业的平均水平，具有高估和下跌的风险。为克服单一因素对公司估值造成的偏差，通过多年大量的积累，我采用对公司价值有影响的复合因素(盈利能力、资产价值和市场份额价值)进行加权平均的中枢价值模型来估算公司的相对价值。

全球的价值投资者都在建立不同的模型，对公司的价值进行评估，相对估值和绝对估值都只能说“估”值，而估值的目标就是要尽量接近公司的真实价值，从中发现市场定价机制的错误，并利用这些错误来获利。从这一点上看，相对估值和绝对估值没有冲突，各有优缺点，可以相互参照。实际检验效果表明，从普遍适用的角度上看，相对价值分析方法比较适合中国证券市场当前的现实情况。我们来看几个案例，首先我们来看山东海化。

山东海化是纯碱行业销售排名第一的龙头公司，2007 年初在分析这家公司时，发现山东海化持续保持高速增长，其投资价值排名 Aa(最高评级)，并且相对价值被大幅低估。在进一步调查的基础上，于 2007 年 2 月 5 日在新东风价值投资平台上发布了山东海化的研究报告《天时地利，涨势难挡》(见 www.51value.com 价值博客)，之后在 4 个月内，山东海化由 6 元上涨至最高 18.28

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元，涨幅超过200%（见图1.26）。

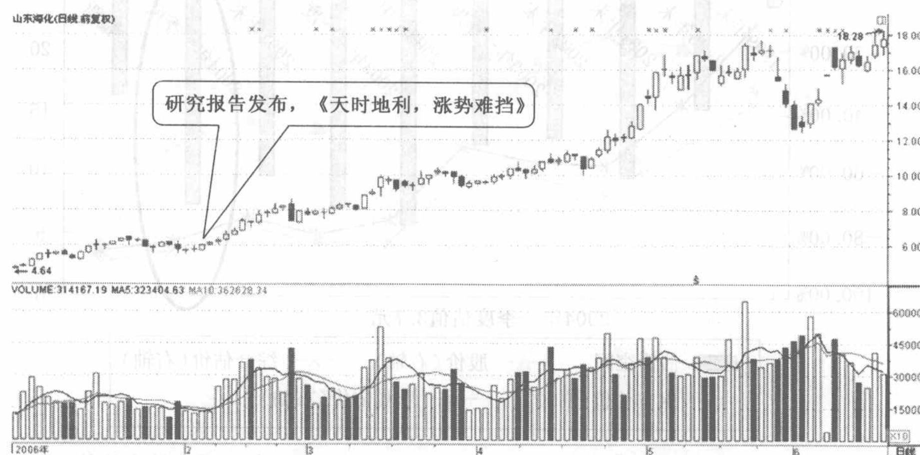


图1.26　山东海化(000822)2007年1月1日至6月20日日K线

山东海化的研究报告摘录见本章节附二。

除了在A股市场进行同行业的公司比较外，还可将A股与具备可比性的国际主流市场比价作参考。所谓具备可比性，是指行业相同，行业发展周期也接近的公司具备可比性。我国市场大部分行业都处于成长期，而成熟市场中这些行业已处在成熟期甚至衰退期，例如，汽车行业在中国是成长期，在美国是成熟期；钢铁行业在中国是成长期，而在美国是衰退期。如果不顾不同市场特性和发展阶段，盲目比较，就会犯形而上的错误。A股钢铁行业的估值水平长期与美国基本相近，只是近年大家才意识到我国的钢铁处于成长期，应该给予较高的估值水平，钢铁才出现恢复性上涨行情。

相反，公司基本面差，股价又被大幅高估的公司，其长期的走势必然是价值回归。德隆的三驾马车是庄股时代做庄炒作的代表，以新疆屯河为例，德隆入主之前公司估值基本合理，而2000年后随着德隆系的大幅炒作，公司股价已严重偏离价值（见图1.27），更为严重的是，从公司中枢价值曲线看出，由于德隆入主后一直将公司作为融资平台，而并没有把精力投入到主业发展上，导致公司中枢价值不断下降。虽然德隆融资能力较强，股价在长期偏离价值的基础上维持了四年，但最终没有逃脱崩盘的结局。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

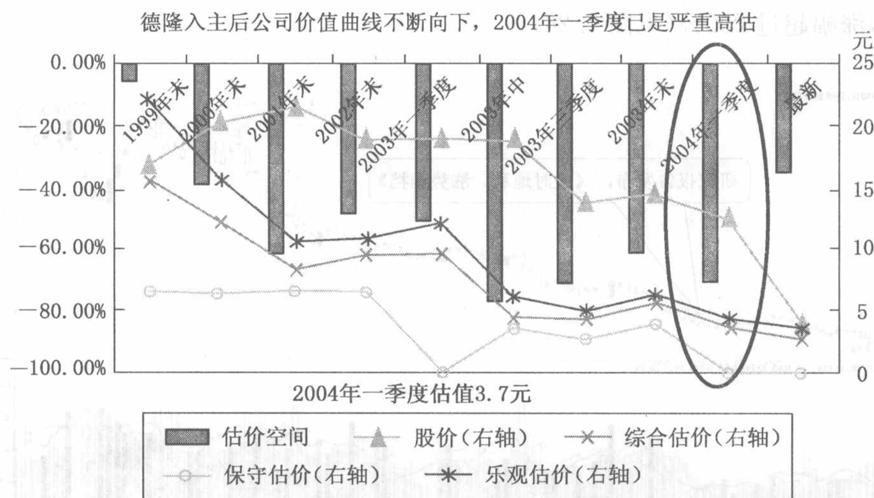


图 1.27 新疆屯河(中粮屯河)(600737)1999 年至 2004 年一季度综合估值

新疆屯河 2004 年 4 月初暴跌后，经历 6 个跌停至 2004 年 4 月 21 日，已跌至 5.24 元左右，很多投资者都认为股价已经充分下跌，在 4 月 21 日当天打开跌停后纷纷杀入抢反弹，当日创造出 38%的天量换手，而它的中枢价值只有 2.8 元，第二天即以跌停开盘，盲目参与反弹者全部深度被套(见图 1.28)。

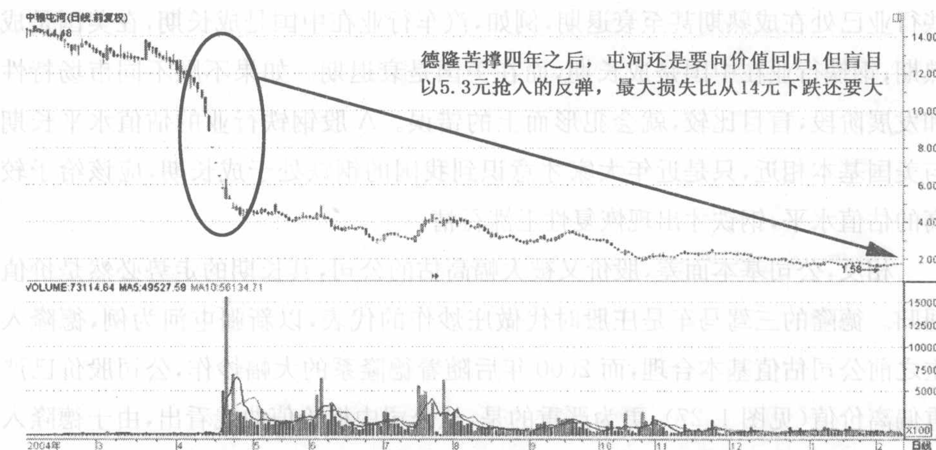


图 1.28 新疆屯河(中粮屯河)(600737)2004 年 2 月至 2005 年 2 月日 K 线

2004 年初在庄股时代控盘度最高的 10 家公司中有 7 家是严重高估或高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

估，除湘火炬因为重组原公司退市外，其他 6 家公司到 2007 年 6 月中旬经历一个大牛市后平均涨幅为 58.5%，而 3 家被低估的公司同期平均涨幅为 309.4%。

表 1.5　2004 年一季度高控盘公司估值及涨跌

代　码	名　称	估值空间(%)	评　价	2004.4.30—2007.6.15 涨跌幅(%)
600890	中房股份	−90.00	严重高估	−16.60
000633	合金投资	−89.00	严重高估	59.50
600737	新疆屯河	−98.00	严重高估	150.80
600660	福耀玻璃	−18.00	高估	76.60
600062	双鹤药业	−28.00	严重高估	30.60
000676	思达高科	−88.00	严重高估	50.20
000549	湘火炬 A	−27.00	高估	重组后退市
600585	海螺水泥	76.00	低估	385.00
600256	广汇股份	34.00	低估	89.90
600786	ST 东锅	78.00	低估	453.20

从表 1.5 看出，历经时间检验，高控盘的公司（即传统意义上的庄股）没有价值的支持，能依靠资金挺过市场一时的波动，但最终难逃被市场淘汰的命运。而有价值支持的公司，受到资金关注，受到机构追捧。这类公司就是普通投资者也可以参与其中，是共同盈利的良好目标。

由于目前市场正处在由投机向投资转变的过渡期，投机的一些炒作手法不时借助市场的牛、熊效应还能再现江湖，不少没有价值的公司借助题材、故事还能在市场上有所表现，普通投资者对这些炒作行为并没有识别能力，往往非常容易陷入其中。就价值投资而言，并不是说公司涨就说公司好，也不是由于公司跌而说公司不好，价值分析更看重的是涨跌背后的实质。下面来看道博股份的案例（见图 1.29）。

道博股份主业收入自 2002 年以来呈现连年下降，2005 年初不断有传言称其参股 20%的公司涉及 IPV6 项目，事后被证明纯属谣言，为庄家兴风作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

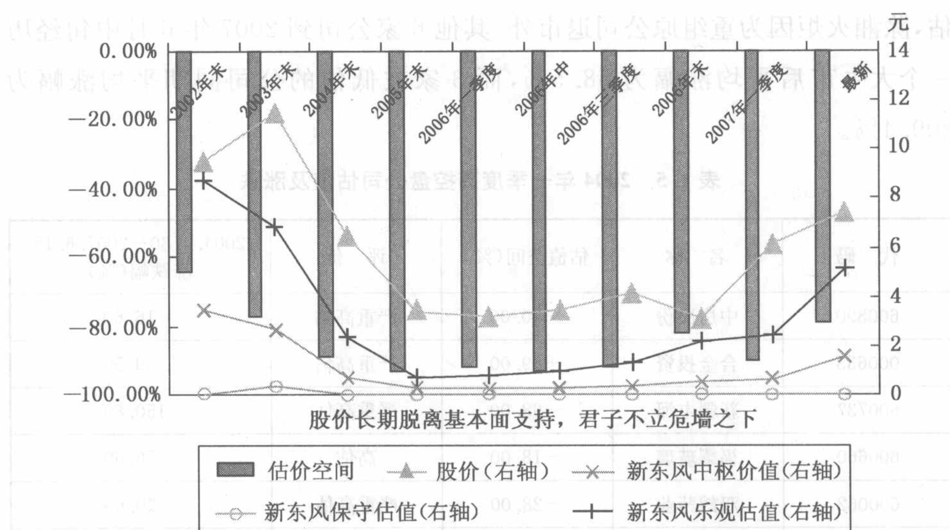


图 1.29 道博股份(600136)2002 年至 2007 年一季度综合估值

浪，借机拉升诱多出逃，每次拉升之后便是股价更强烈的下跌（见图 1.30）。目前虽然置入部分房产项目，但由于规模及盈利能力都有限，其基本面是否根本好转还要待观察。

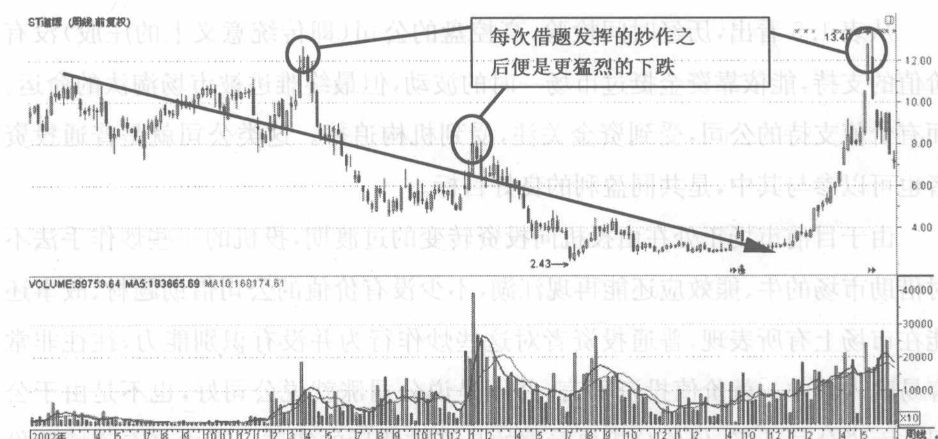


图 1.30 ST 道博股份(600136)2002 年末到 2007 年 7 月中周 K 线

从 2003 年以来，市场每轮行情几乎都存在这样一个特征，先是在下跌中优质股票止跌回稳，之后是大盘止跌，最后是垃圾股止跌。而在上升过程中，优质

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票一般是稳步推升，而垃圾股是在行情后期突击表现，急上急下。从行情的高度来说，优质股票其上升高度要大于市场和垃圾股。垃圾股往往表现为急促的“针式行情”，犹如过山车。因此，通过对公司基本面的分析，选择优质公司投资就可以充分赢得时间和空间效应。

图 1.31 是 2003 年末行情的实证研究。2003 年末行情经历了三个阶段。第一阶段是基本面好、具有核心价值的优质股 9 月 30 日见底（如辽河油田、鞍钢新轧、广州控股、马钢股份、韶钢松山等）。

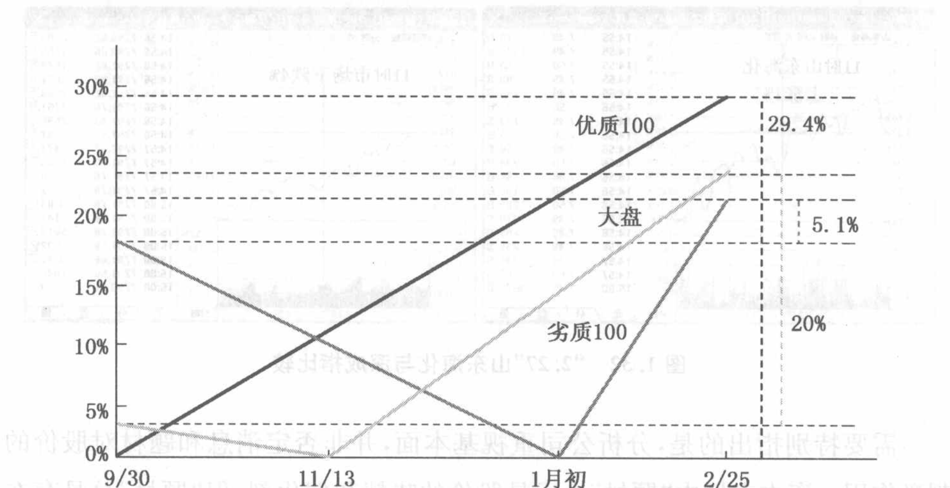


图 1.31　2003 年 9 月 30 日至 2004 年 2 月 25 日行情比较

第二阶段是大盘 11 月 13 日见底，大部分中间层次股票随大盘见底，优质股继续上涨。

第三阶段轮到垃圾股表现，垃圾股调整到 1 月初见底，一月初以后垃圾股行情是短促的“针式”行情（如苏福马、航天晨光、长江投资、ST 长兴、界龙实业）。

从这段行情表现可以知道，优质股票提前大盘一个半月见底，而垃圾股滞后于大盘 1 个半月见底，投资绩优股，几乎赢得了三个月的机会成本。从市场表现看，优质股平均涨 29%，垃圾股平均反弹幅度只有 15%，充分体现了优质股票涨得早、涨得长、涨得高的特性。

2006 年 8 月到 2007 年 5 月的大牛行情也表现出这样的特性。优质股的行情起始于 2006 年 8 月，二线股票的行情起始于 2006 年 11 月初，而垃圾股是过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了2007年春节后开始暴炒到5月底，6月份垃圾股整体大幅回落，很多股票已跌至春节以前的价位。基本面好的优质股在应对市场突发情况时也能产生意想不到的效果。

在2007年“2.27”市场暴跌当天上午11:00，指数跌幅已达到4%，而当时山东海化的表现却是上涨约1%。这为及时处理市场突发变化，减少损失赢得了宝贵的时间(见图1.32)。



图1.32 “2.27”山东海化与深成指比较

需要特别指出的是，分析公司重视基本面，并非否定消息和题材对股价的刺激作用。资本市场中“题材”永远是股价的味精和催化剂，但“题材”总是存在不能兑现的风险。所以在考虑“题材”的时候，需要更加着重分析“题材”不能实现时该怎么办？例如山东海化，在发布其投资报告的时候，市场并未传闻其母公司与凯雷集团合作之事。这是一家纯粹从基本面发掘的公司。然而市场有关凯雷的传闻传出后，股价异常强劲地上涨。这也显示，市场的重组与购并活动已在改变过去对垃圾公司被动重组的模式，未来资本市场的购并与重组将走向强强联手，山东海化被凯雷选择作为合资对象，最大的原因就是由于其在国内纯碱行业的龙头地位。但最后由于国资委在关键时刻出人意料地颁布国有股权减持价格原则(市价的九折)，凯雷和海化集团的合作协议到期失效，如此重大的重组也变得无果而终。虽然海化的股价出现了大幅波动，但作为价值投资，在研究海化的价值时并未将凯雷因素放入其中，股价的回调可能为进一步低成本增持赢得机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在分析公司基本面和估值的同时，针对个股的题材和消息是需要在量化分析之外予以主观定性判断的动态因素。主要判断这些题材实现的可能性、实现以后对公司预期业绩的影响，并根据这些分析对公司估值进行调整，市场股价表现会因为这些人为因素发生相应的波动，使股价在一段时间内偏离公司的价值。我们以上海汽车为例看上海汽车整体上市题材对公司估值的影响。

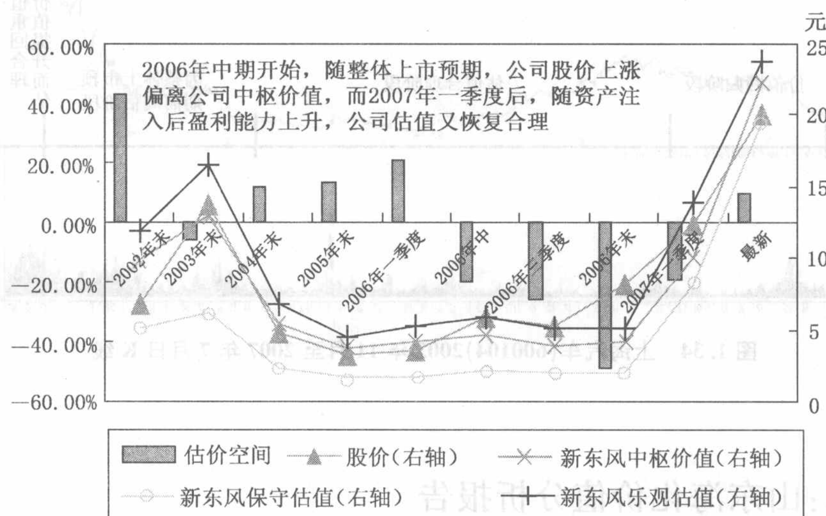


图 1.33 上海汽车(600104)2002 年至 2007 年一季度估值曲线变化

从图 1.33 可以看出，2002 年末公司出现大幅的估值空间，随后在 2003 年初以后股价大幅上涨，之后公司股价维持在较为合理的波动区间波动，直到 2006 年中期，公司整体上市预期明确后，股价开始大幅被推高。这时市场考虑更多的是公司整体上市后的动态价值。虽然此时公司资产尚未置入，但在明确的预期下市场已经提前反映其未来置入优质资产后的价值，因此造成股价一定阶段一定程度上偏离公司当时的中枢价值。而 2006 年底上海汽车整体上市完成后，随着高盈利性资产的注入，公司价值提升变成现实，这时公司的股价反映出一定程度的低估(见图 1.34)。所以，相对估值的方法并没有考虑公司未来的动态价值变化，这就像现在批评高考制度一考定终身不合理一样，没有考虑到人的未来也是处在动态的变化之中。但也不能走向另外一个极端，因为某些不足就对这种方法全盘否定，而是要对公司的未来动态价值变化作出科学的评

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

估，进一步分析其未来的盈利预测，用公司未来的动态成长与当前静态估值相结合的方法对价值进行深度挖掘。

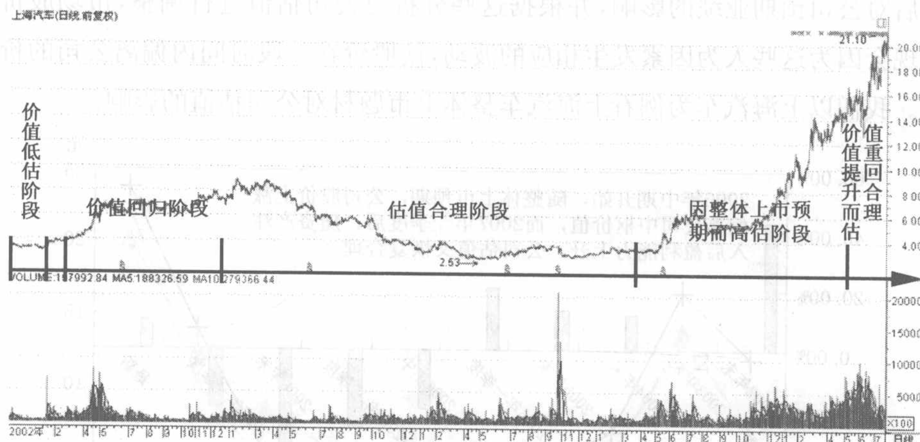


图 1.34　上海汽车(600104)2002 年 11 月至 2007 年 7 月日 K 线

附二：山东海化价值分析报告

（本报告发布于 2007 年 2 月 5 日，本书引用只作示例分析）

一、公司概况

山东海化以发展循环经济为主导，致力于发展海洋化工，依托当地得天独厚的资源优势，成功开发出以纯碱为主导产品核心，以溴素、三聚氰胺、氯化钙、硝酸钠、亚硝酸钠等主要产品为辅助，由碱系列、溴系列、苦卤化工、精细化工等产品构成的产品系列，广泛应用于玻璃制造、医药、冶金、建筑材料等领域。现有主导产品 40 多种，有 30 多种产品通过了 ISO9000 质量体系认证并出口 40 多个国家和地区。

二、成长与盈利

公司 2006 年前三季度实现主营业务收入 58.69 亿万元，较上年同期增长 16%；实现主营业务利润 7.55 亿元，较上年同期增长 15%，实现净利润 2.12 亿元，同比增长 6%。公司前三季度实现每股收益 0.29 元，净资产收益率为 7.9%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司目前实际所得税较高，随着税改制度的推进，公司税负将会有所下降，可以预计公司净利润率水平将会达到一个新的高度（见图1.35）。

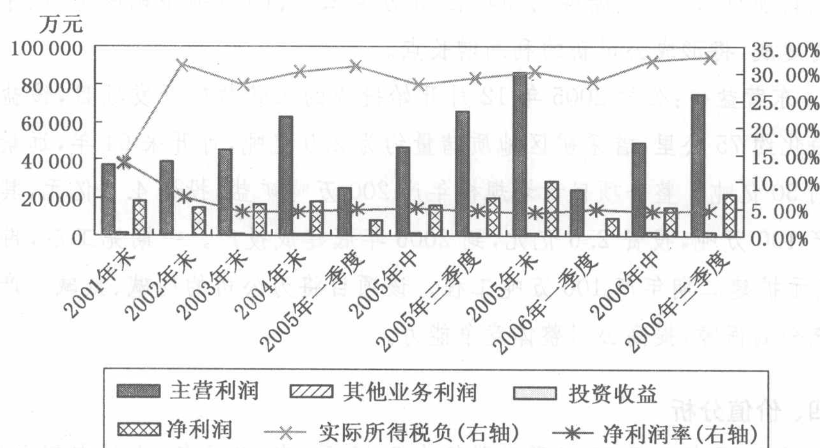


图1.35 山东海化（000822）2001年至2006年三季度利润构成

三、竞争优势

1. 循环经济试点：公司控股股东山东海化集团2005年10月27日，被确定为国家循环经济试点单位（第一批）。国家发改委会同环保总局等部门将从宏观层面上为试点工作创造良好的条件，包括制定促进循环经济发展的政策，对试点方案中的重大项目优先安排并给予资金支持。

2. 产能规模优势：公司已经形成了强大的生产能力。集团主导产品纯碱年产量突破200万吨，其中出口40万吨，成为世界上最大的氨碱法纯碱生产企业和亚太地区最大的纯碱出口基地。纯碱和硝酸钠、亚硝酸钠产能居世界首位，氯化钙和三聚氰胺位居亚洲榜首，溴素和溴化物产能居全国榜首，是全国最大的海洋化工产品生产和出口基地之一。

3. 资源优势：公司地处渤海莱州湾南岸，当地拥有丰富的海水资源和60多亿立方米的地下卤水资源，卤水中富含钠、钾、镁、溴、碘、铀等多种经济价值较好的化学成分，为公司产品的生产提供了充足的原料保障；公司所在的海化开发区内盐场原盐年产量累计在600万吨以上；潍坊辖区的青州、临朐等地及淄博柳泉石灰石矿均有品位高、储量大的石灰石资源。纯碱生产所需的主要原料

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有可靠充足的保证。

4. 新项目进展：公司2006年有一些重点项目获得重大进展，其中4万吨甲烷氯化物项目、10万吨醋酸乙酯项目、5万吨苯胺、10万吨浓硝酸项目、东营盐矿等的建成，将形成公司新的利润增长点。

5. 东营盐矿：公司2005年12月开始投资的东营盐矿开发项目，该盐矿距山东海化约75公里，首采矿区地质储量约为2.9亿吨，可开采64年，远景储量能达到50亿吨。整个项目计划规模年产200万吨矿盐，投资4.1亿元，其中一期年产100万吨，投资2.6亿元，到2006年底建成投产。一期完工后，再投资1.5亿元扩建二期年产100万吨工程。该项目将为公司的纯碱、氯碱生产提供更加充分的保障，提高公司整体竞争能力。

四、价值分析

公司2007年2月25日开盘股价为6.11元，自2006年11月中旬之后，股价长期盘整结束，平台突破，持续拉升。

根据中枢价值估值分析，山东海化的中枢价值14.5元，股价运行在机会区，考虑公司目前经营现状良好，年度盈利能力应会达到新高，我们认为山东海化近日在小幅盘整之后，近期第一目标价位8元，目前被低估，具有很高投资价值(见图1.36)。

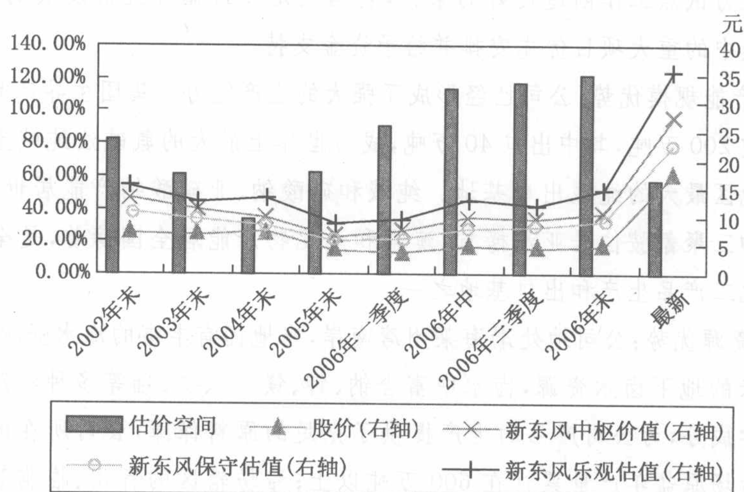
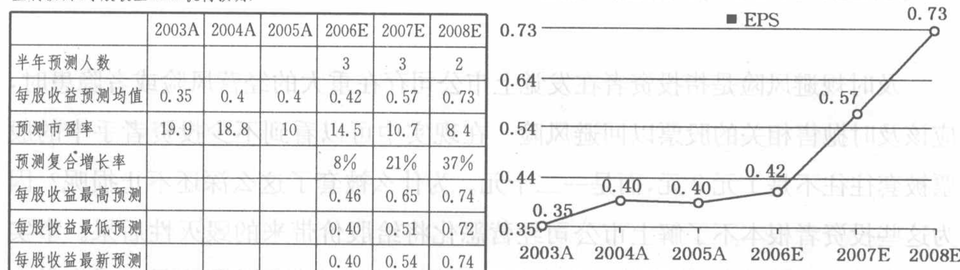


图1.36 山东海化(000822)2002年至2007年2月份相对估值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机构对山东海化的未来盈利作出了极为乐观的预测，半年内有三位分析师预测 2007 年山东海化平均每股收益 0.57 元，并呈持续上涨趋势(见图 1.37)。

盈利预测(每股收益 EPS 机构预测)



	2003A	2004A	2005A	2006E	2007E	2008E
半年预测人数				3	3	2
每股收益预测均值	0.35	0.4	0.4	0.42	0.57	0.73
预测市盈率	19.9	18.8	10	14.5	10.7	8.4
预测复合增长率				8%	21%	37%
每股收益最高预测				0.46	0.65	0.74
每股收益最低预测				0.40	0.51	0.72
每股收益最新预测				0.40	0.54	0.74

注：年度后标 A 表示为实际业绩，标 E 表示为预测业绩，半年预测人数剔除重复作者，预测市盈率按当前股价与机构盈利预测业绩之比。

图 1.37 山东海化(000822)2003 年至 2008 年盈利预测

五、小结

目前我国宏观经济调控的主题是构建科学发展观，推动循环经济，注重生态文明。“十一五”时期，对发展循环经济公司的扶持将会落到实处，相应地企业也将迎来大好发展时期。山东海化是典型的发展循环经济企业，而且是国家循环经济首批试点单位，因此公司将会在“十一五”期间进入快速发展期。

公司主要产品纯碱，产能居世界第一位，是纯碱行业的龙头企业。公司纯碱生产满负荷运行，产能、产量实现稳步增长。2007 年公司纯碱将扩建 20 万吨产能，为公司利润大幅拉升提供保障。主要生产装置远离城市、靠近海岸，生产废水可方便地排放到附近盐场的晾盐池中进行回收利用，达到环保标准后再排放入海，与其他沿海城市周边或内陆纯碱企业相比，污染治理成本较小。公司成本不断降低和销售价格稳定，从而保持了较高的毛利率，未来有望继续保持较高盈利水平。

目前公司市盈率是 15.9 倍，而 A 股市盈率中值水平已经达到 56.7 倍。公司最近一年走势远远落后于大盘和行业平均走势，因此山东海化的低估效应将为市场所发现。自 2006 年 11 月以来，公司价值得到市场关注，一直处在上升阶段，上升幅度近 60%。2007 年 1 月以来处于一个小调整之中，待大盘走势明朗之后，山东海化将会迎来一个新的大幅上升期，应保持关注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 效应四：及时规避风险

及时规避风险是指投资者在发觉上市公司存在重大的经营风险或者隐患时，应该及时抛售相关的股票以回避风险。在现实中可以看到不少投资者手中的股票被套往往不是1元2元，而是一二十元。为什么被套了这么深还不止损呢？因为这些投资者根本不了解上市公司经营恶化将给股价带来的毁灭性后果。事实上通过基本面的研究，特别是对上市公司经营指标的动态跟踪很容易及时发觉上市公司经营中的问题，而一旦发现问题应该及时离场，这样就能规避风险。

一般而言，基本面由好变坏基本上有四个阶段。这四个阶段中，只要投资者留心，是能够及时发现公司问题的（见图1.38）。



图1.38　基本面由好变坏的四个阶段

来看看公司基本面恶化的风险可能通过哪些数据和信息进行具体分析，首先看爱建股份。

图1.39是爱建股份投资绩效的变化情况。一家严重依赖投资收益的公司，如果投资绩效出现恶化，则公司基本面很可能出现严重恶化。查询公司年报等相关资料后获悉，爱建股份2003年拥有控股、参股的公司共有60多家，当年有近14亿元的长期投资，7个多亿元的短期投资，其投资绩效指数自1998年以来持续下跌。20多亿元的对外投资，2003年中期只有900多万元的投资收益，更严重的是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

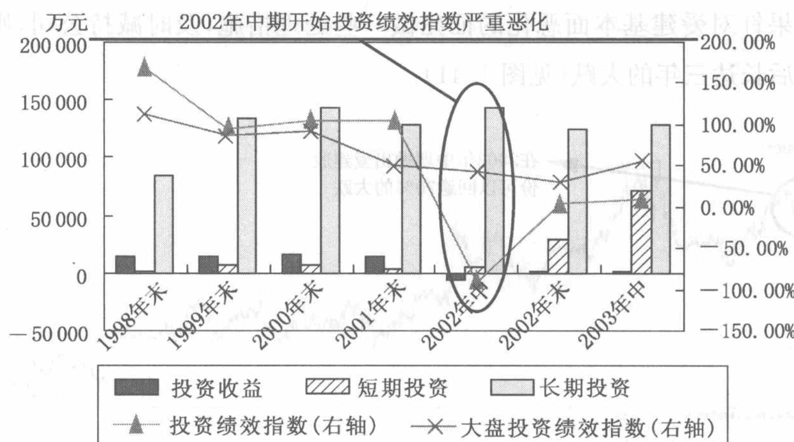


图 1.39　爱建股份(600643)1998 年至 2003 年中期投资绩效

公司长期投资缺乏方向，投向及地域跨度严重不合理，例如公司长期投资涉及西餐厅、玩具、航运、纺织、通讯、参茸店、装饰……地理位置分布在上海、加拿大、香港、苏州、扬州、湖南、哈尔滨……除了房地产，其他投资基本上盈利少，亏损大。

征兆：2002 年扣除后每股收益为负，说明公司表面上虽然维持盈利，但已属于一种“技术性”处理的盈利，这种盈利的可靠性是比较差的(见图 1.40)。

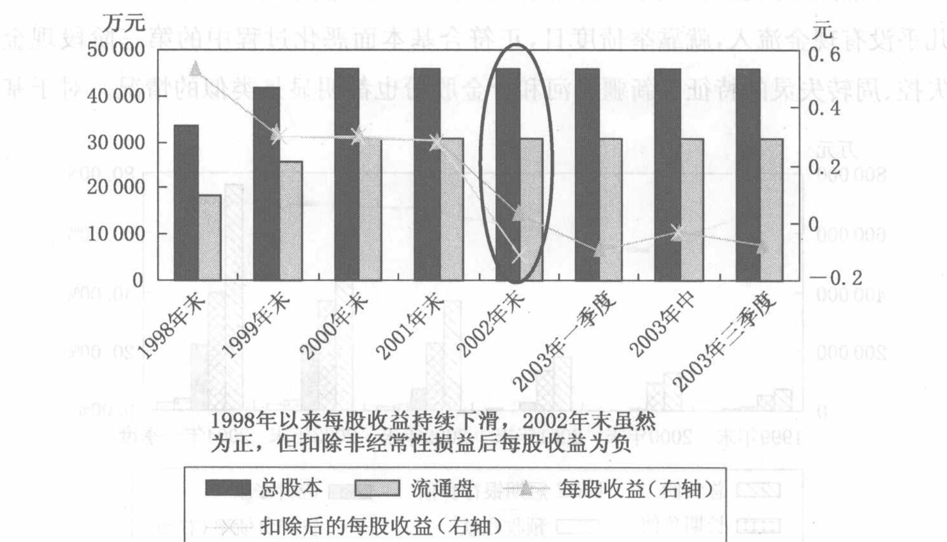


图 1.40　S 爱建(600643)1998 年至 2003 年三季度股本及每股收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果针对爱建基本面恶化的征兆做一些处理措施，及时减持公司，则可以回避之后长达三年的大跌（见图 1.41）。

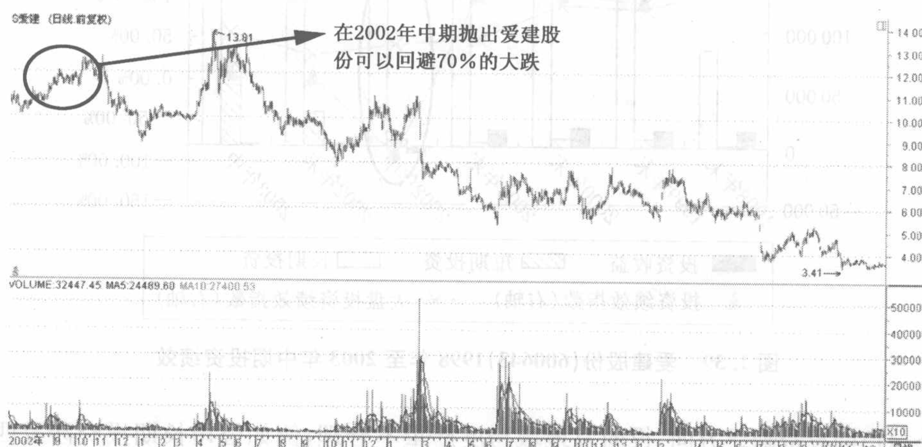


图 1.41 S 爱建(600643)2002 年 7 月至 2005 年 12 月日 K 线

德隆是庄股时代的代表，而德隆的三家代表公司其经营风险问题其实早在德隆系崩溃前就有征兆。

从湘火炬（现已被重组为潍柴动力）来看，其负债率极高（见图 1.42），并且几乎没有现金流入，就靠举债度日，正符合基本面恶化过程中的第三阶段现金失控、周转失灵的特征。新疆屯河和合金股份也都明显是类似的情况。对于基

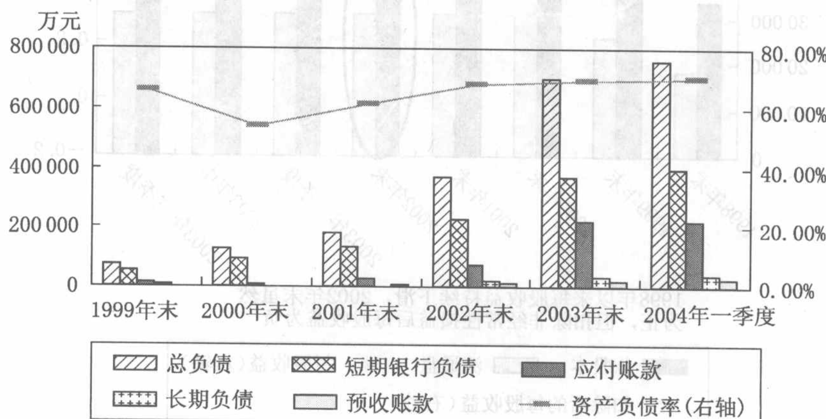


图 1.42 湘火炬(000549)1999 年至 2004 年一季度负债状况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本面呈现恶化的公司，一是不能听故事，二是不能迷信，比如说迷信某庄家，迷信某项政策，迷信某位“股神”，只有相信数据，相信自己的判断，行动果断，不患得患失，才能避免更大损失。

从图 1.42 公司负债状况上看，公司 2001 年负债状况开始恶化，负债和负债率均大幅上升，2003 年末负债风险已经是上市公司平均水平的 3.5 倍。短期银行负债达到 40 亿元，还欠其他企业约 20 亿元，总计约 70 亿元的负债，净资产负债率达到 5.4 倍，就是说用 1 元净资产融资了 5.4 元。

从现金流状况分析，公司 1998 年以来，经营活动产生的现金流很少，公司几乎依靠举债度日（见图 1.43）。

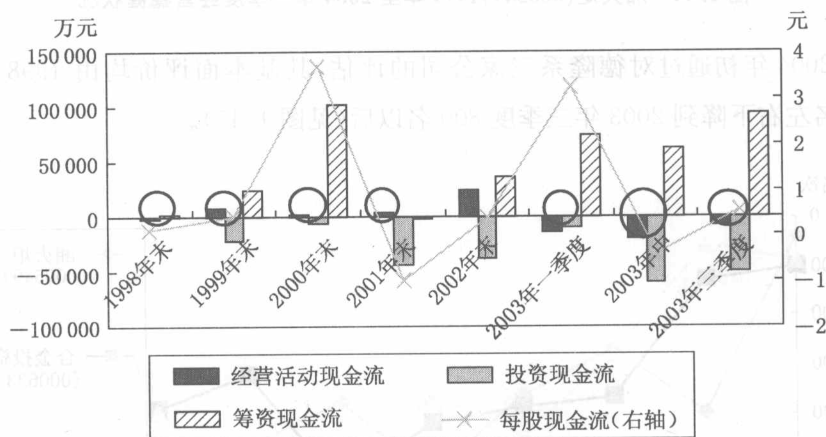


图 1.43 湘火炬(000549)1998 年至 2003 年三季度现金流状况

从资金的去向上看，公司举债并未改善公司的经营效率，公司举债的钱又变成了存货及应收账款。2001 年以来，经营稳健性持续下降，应收账款和存货急剧上升，合计约 50 亿元。是公司经营不善及盲目并购的结果。如果按国际通行的标准计提减值准备，湘火炬可能会出现负资产。

从图 1.44 可以看出，公司存货和应收款的周转次数越来越低。此外，举债的资金还大量流入低收益的长期投资项目（2003 年末约有 8.3 亿元长期投资，积压了大量资金）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

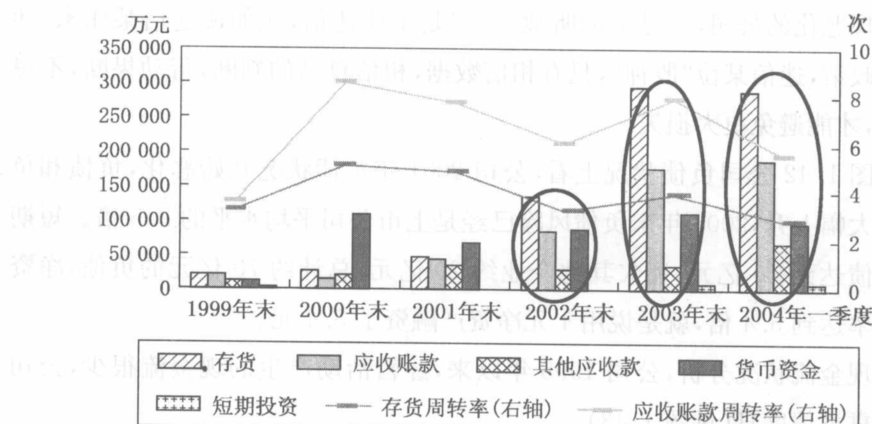


图 1.44 湘火炬(000549)1999 年至 2004 年一季度经营稳健状况

2004 年初通过对德隆系三家公司的评估，其基本面评价均由 1998 年的 200 名左右下降到 2003 年三季度 800 名以后(见图 1.45)。

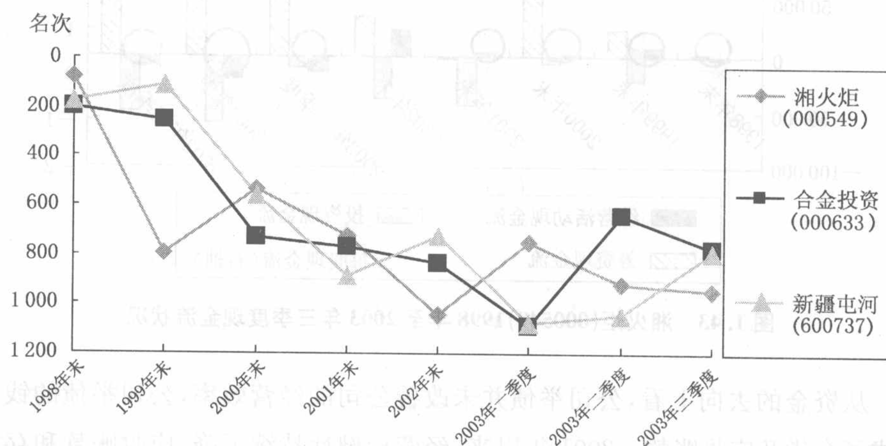


图 1.45 德隆系三家公司基本面评级

德隆系的操盘人唐万里有个产业整合三级跳策略。这个发展策略，首先是对行业进行研究，确定目标企业；然后通过兼并收购或结成战略联盟的方式形成产业的经营平台，在这个平台上进行产业整合，拓宽业务规模和范围，取得行业领先地位；再后获取国际终端市场，提升企业整体价值。应该说这个策略本身无可厚非，万向钱潮的国际化策略似乎也是这个策略的姊妹篇。但最可惜的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是德隆的实际控制人忽略了每级跳跃下面都要有一个实实在在的载体支持，那就是企业。如果搞不好企业这个基本元素，不能使企业的基本面越来越好，而是使之越来越差，其所有的战略都不可能得到实施。德隆当时最拿手的办法就是在兼并企业后给予原公司（一般是国有企业）的领导层一定的股权并提高待遇，除了把上市公司作为融资的平台，很少过问公司的经营管理，某种程度上这是效仿巴菲特的购并之道，但是却忽略了我们的上市公司缺乏巴菲特式投资的基本条件，即完善的法人治理结构，最后使得德隆系公司经营颓败、盲目举债，导致最终的崩溃。2004 年初分析德隆时，对德隆在资本市场运作的模式是否可以在实业领域克隆提出质疑，其最大的问题在于一强一弱的严重不匹配，即资本运作的手段强而产业运营的实力弱（见图 1.46）。

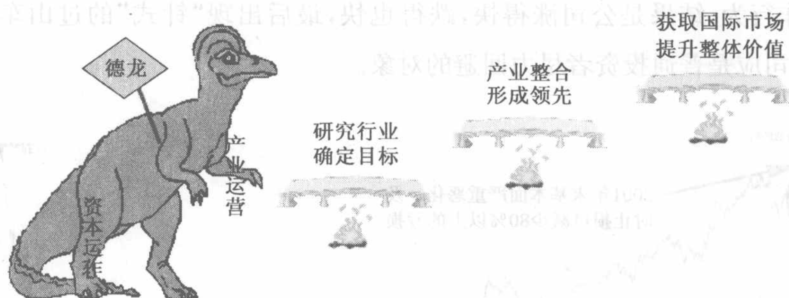


图 1.46　德隆产业整合战略示意图

很多高风险的公司仍然不时会被人为制造出来的题材作拉升炒作，碰到这种情况首先还是要冷静分析公司基本面，看看基本面有没改善的迹象或者征兆，其次分析公司消息面，确定其置信度及对公司未来的影响，对没有基本面支持的公司或者只有捕风捉影消息的公司，要特别注意防范炒作陷阱。下面来看光明家具的收入情况。

从图 1.47 看，光明家具从 2001 年开始，主营业务与主营毛利率双双出现大幅下滑，经营滑坡迹象相当明显。

从基本面分析，光明家具在 2001 年即已出现恶化，2002 年更出现收入和毛利率双双大幅下降的严重恶化，这时候如果持有该股，应该不要听任何消息和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

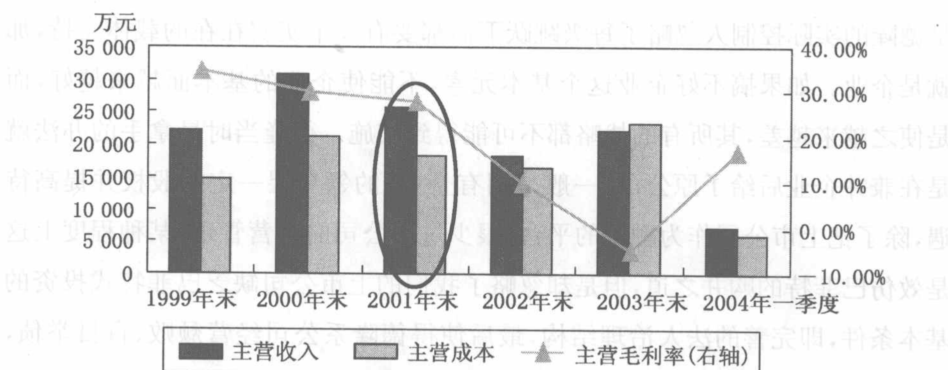


图 1.47 ST 光明(000587)1999 年至 2004 年一季度主营收入及成本

传言，不计较小的亏损，坚决抛出，这样可避免高达 80%的亏损(见图 1.48)。从目前公司的基本面来看，仍无实质性改善，2007 年初以来的上涨属市场“无厘头”炒作行为，结果是公司涨得快，跌得也快，最后出现“针式”的过山车行情。这种公司应是普通投资者尽力回避的对象。

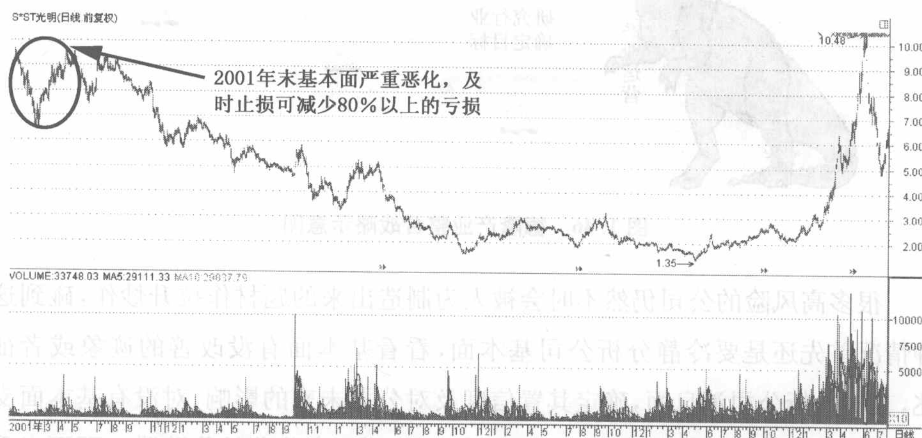


图 1.48 S* ST 光明(000587)2001 年 11 月至 2007 年 6 月周 K 线

市场风险无所不在，大部分问题公司的经营风险由来已久，但并不为投资者发现、重视，不能由于股价一时的上涨就忽略了风险的存在。市场风险的揭露或者爆发都将引发股价大跌，长期积蓄也会引起股价缓慢下跌，要掌控上市公司基本面，以便及时防范风险、规避股价大幅下跌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对待风险不妨采取这样的态度：宁愿失去一个机会，也不要碰上一个地雷。市场上好公司有的是，没有必要无端冒险。股价表现有时看不懂是一件非常正常的事，看不懂并不丢人，而随随便便买入才是可怕的。巴菲特不买科技股，也说明了即便是世界级的大师，也有看不懂的股票，而对于看不懂的东西，宁可舍弃，也决不作无谓的冒险。

经过将近20年的市场发展，很多投资人在市场中对技术分析和操作方法已经很熟悉了，有些概念已深入人心。但即便是一些非常熟悉的概念，如补仓、抢反弹、长线、追高等，如果不对公司的基本面加以透彻的分析，可能导致的结果还是从失败走向失败。我们必须对一些基本概念进行澄清。

（1）基本面恶化的公司不能随便补仓。

（2）基本面恶化的公司不能随便抢反弹。

（3）没有基本面支持的股票不能做长线。不要认为什么公司都可以长线投资，也不要对任何一家公司从买入那天就抱定非持有××年不可的想法，重要的是公司基本面是否支持继续持有这家公司。

（4）没有基本面支持的公司，不能追高。即便是涨停板敢死队也有自己的原则，有的涨停之后即使被套也无所谓，而有的涨停一旦被套就须割肉离场。

规避风险最重要的还是一个及时问题。不要等股票大跌了，问题公开曝光了再想起股票的风险问题，这样的话真是太晚了。

5. 效应五：轻松看透故事

上市公司粉饰报表、伪装业绩、隐瞒问题已经成为一个相当严重的现象，大部分投资者深受其苦。根据我多年从事企业管理的经验，财务数据即便是刻意伪装，其在相关数据中还是会留下或多或少的痕迹和相互矛盾之处。特别是将公司历年经营数据加以对比分析或者是通过分析不同数据之间的内在关联，就能更加清楚地发现问题的所在。对基本面的深入研究，能够有助看透公司伪装和包装。

上市公司的故事最多的是炒题材、重组。而如果不加以分析，一概盲从很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能被吸入市场的黑洞。对待概念、题材、改名、重组要有理性的态度，那就是先看基本面，再尽可能收集市场上严肃的投资分析，如大券商的研究报告、三大证券报上有关公司的新闻报道，尽量少看网络评论或报纸股评推荐，最后形成对故事实现可能性、预期实现的时间的基本判断。如果风险不能确定，那就放弃；如果风险可控，机会较大，则可以参与。

例如山东海化(000822)，2007年初市场传闻与凯雷商议并购一事。通过分析，发现海化是一家极具潜力的行业龙头，公司估值被严重低估，公司成长性和未来盈利预期均非常好。

前面我们已经分析过基于基本面对海化价值的发掘研究，这里补充一下山东海化的成长情况(见图1.49)。海化在五年之内由一个销售收入20亿元的公司成长到接近百亿元，表明公司目前正处于快速成长期。对于处于高速成长期的公司及在国内位居行业前列的公司，正是近年来国际资本心仪的购并合作对象，跨国资本集团一般不会把资金投入到没有产品和市场资源优势的企业。

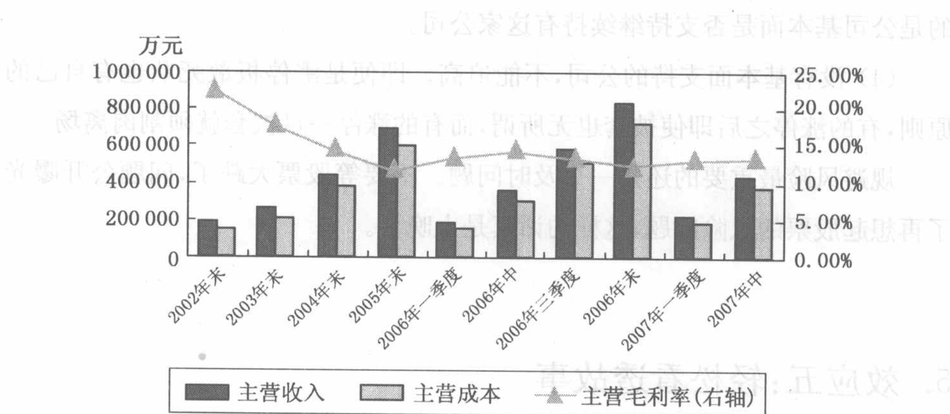


图1.49 山东海化(000822)2002年至2007年一季度主营收入及成本

针对山东海化，我们认为即便没有并购一事，这也是家值得关注的并且被严重低估的行业龙头，如果没有消息，其基本面也会支持公司股价逐步上升，加上2007年初市场炒作方向转向低价股，海化当时的股价只有6元，属中低价股，投资这样的股票，机会要远远大于风险，而如果消息属实，那么未来海化的涨幅将会更大。事实证明，这种事前的分析是完全正确的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再看一个例子。2002年熊市中有一家公司——隧道股份，概念也很多，当时打开F10可以看到公司有如下概念：

(1) 世博概念；

(2) 唯一的隧道施工上市企业；

(3) 环保概念——与中国工程物理研究院合作，参与城市垃圾及固体废物处理；

(4) 高科技概念——与交大创投合作参与铭源数码公司。

而当时公司的实际情况是什么样子呢？通过数据可以看到，隧道股份的主业主要是工程施工，其毛利率只有8.64%（见图1.50）。

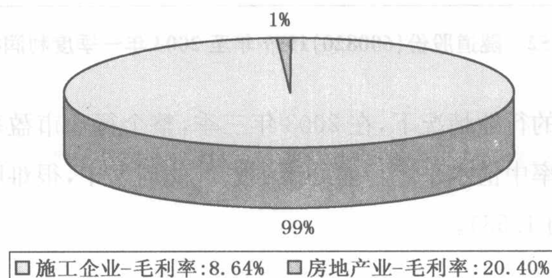


图1.50 隧道股份(600820)2002年业务构成及毛利率

从收入角度上看，公司具有一定的成长性和行业优势，但由于所处行业竞争激烈，公司的毛利率在不断降低（图1.51），处于增产不增效的状态（见图1.52）。

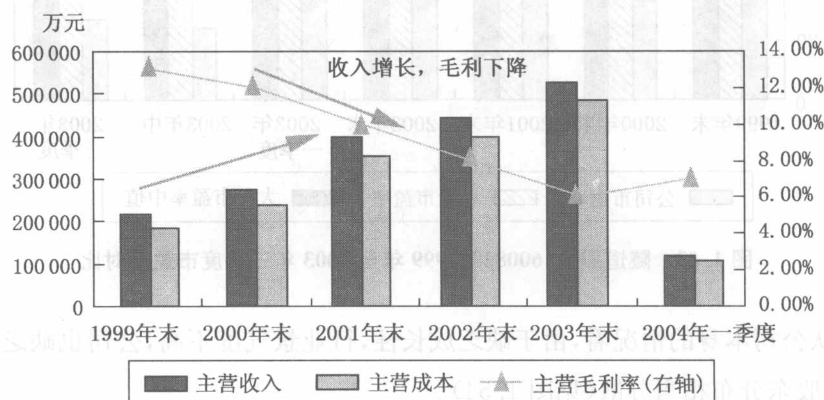


图1.51 隧道股份(600820)1999年至2004年一季度主营收入及成本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

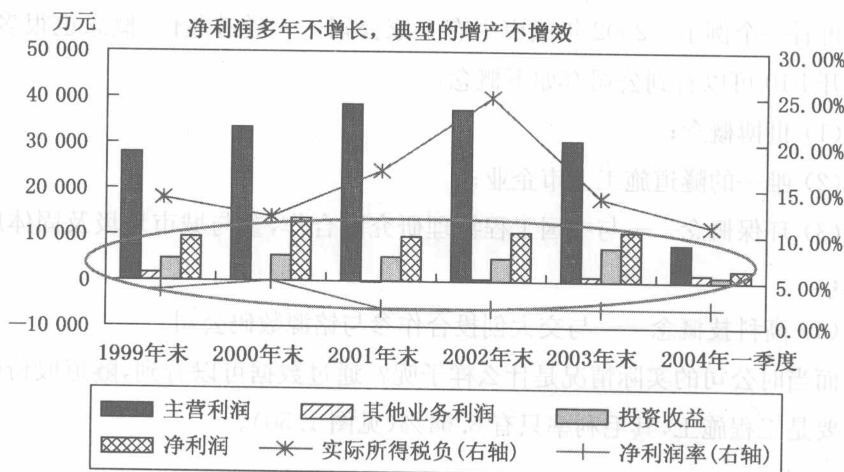


图 1.52 隧道股份(600820)1999 年至 2004 年一季度利润构成

从公司所处的行业情况下，在 2003 年三季，整个行业市盈率高达 60 多倍，远高于市场市盈率中值水平。行业处于不景气的周期中，很难吸引机构资金关注这个行业(见图 1.53)。

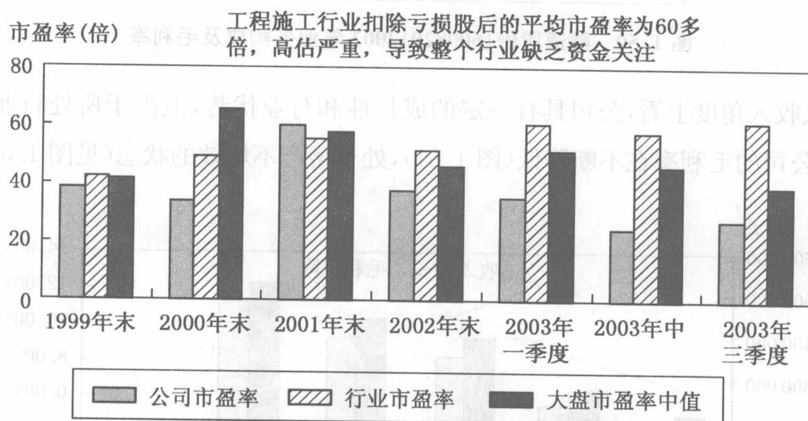


图 1.53 隧道股份(600820)1999 年至 2003 年三季度市盈率对比

从公司本身的情况看，由于缺乏成长性，行业景气度不高，公司也缺乏机构关注，股东分布相当分散(见图 1.54)。

综合分析，施工行业投入大，竞争激烈，毛利率很低，只有 8%；运营收入(大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

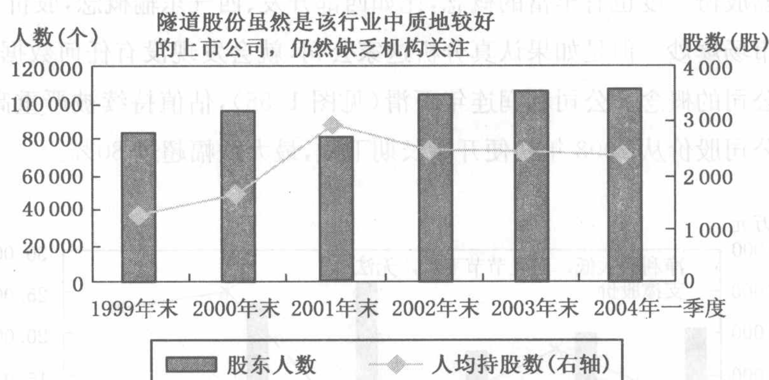


图 1.54　隧道股份(600820)1999 年至 2004 年一季度控盘状况

连路隧道)为公共事业性投入，主要依靠财政补贴收入，稳定但不可能有过高的回报，补贴率为 9.9%；施工企业具有经营风险，2003 年 7 月地铁四号线出事后公司的承包资质由特级下调至一级。行业景气度不高。

在分析了公司基本面以后，就可以判断有关隧道股份的概念和故事在当时的环境下难以转化为公司的业绩，隧道股份只能维持其作为二线股的市场形象，这家公司也就难以引起机构资金的关注(见图 1.55)。因此，对这些概念就只能用观察而不是参与的态度去对待。

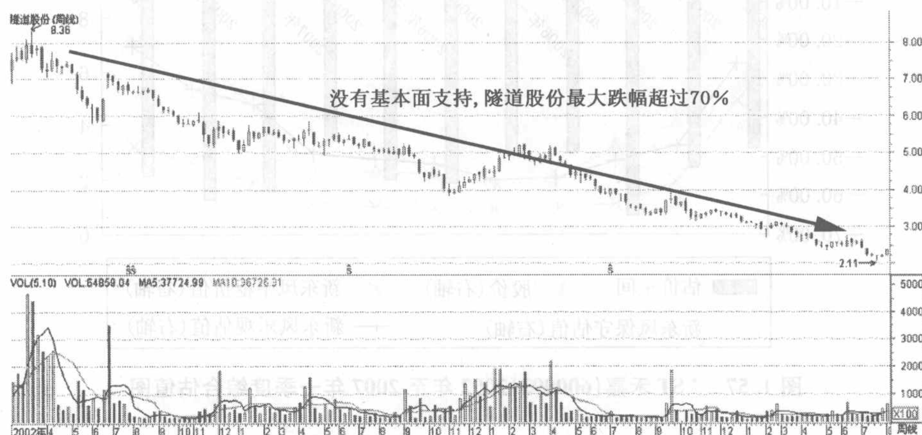


图 1.55　隧道股份(600820)2002 年 2 月至 2005 年 8 月周 K 线

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

禾嘉股份一度也有丰富的概念，比如西部开发、西气东输概念，股价在 2003 年初被市场爆炒。但是如果认真分析这家公司，就会发现没有任何数据可以支持这种公司的概念。公司利润连年下滑（见图 1.56），估值持续被严重高估，爆炒之后公司股价从 2003 年初便开始长期下跌，最大跌幅超过 80%。

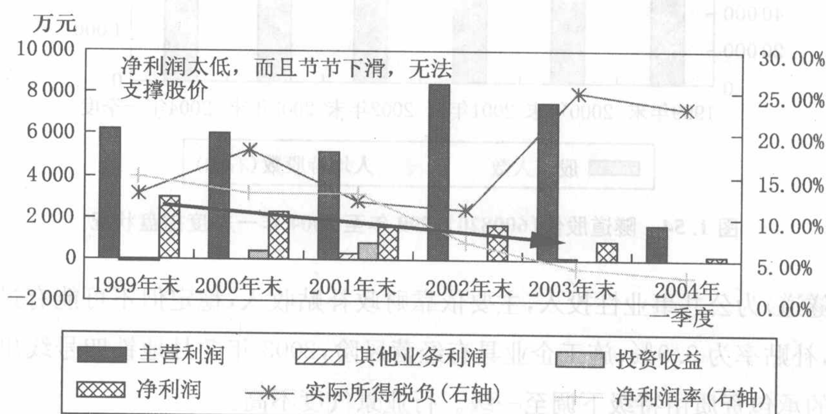


图 1.56 *ST 禾嘉(600093)1999 年至 2004 年一季度利润构成

对公司最近的估值分析，公司处于一种严重高估的状态（见图 1.57）。

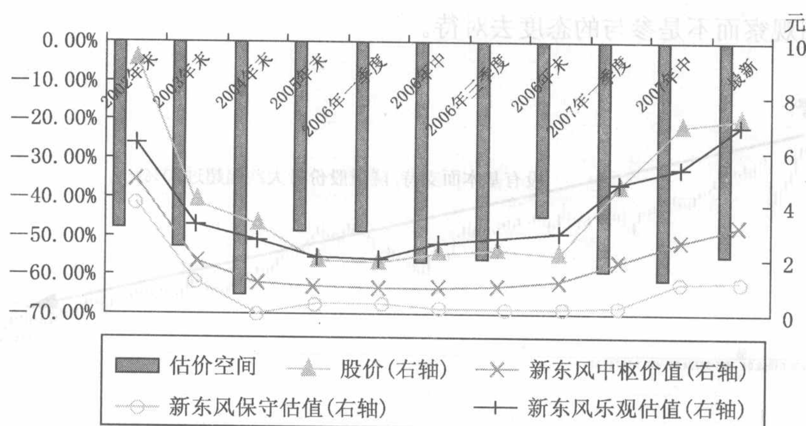


图 1.57 *ST 禾嘉(600093)2002 年至 2007 年一季度综合估值图

公司主营收入在持续萎缩，表明经营上遇到了严重的问题（见图 1.58）：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

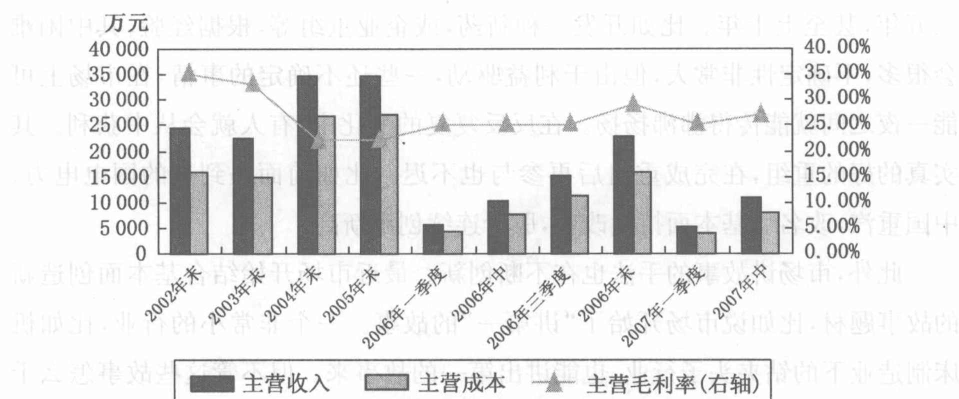


图 1.58 *ST 禾嘉(600093)2002 年至 2007 年一季度主营收入及成本

2003 年初公司股价被爆炒，2007 年初这种"无厘头"式的炒作再度重演，但只要对应基本面进行分析，都可以判断这是纯属炒作的行为(见图 1.59)。

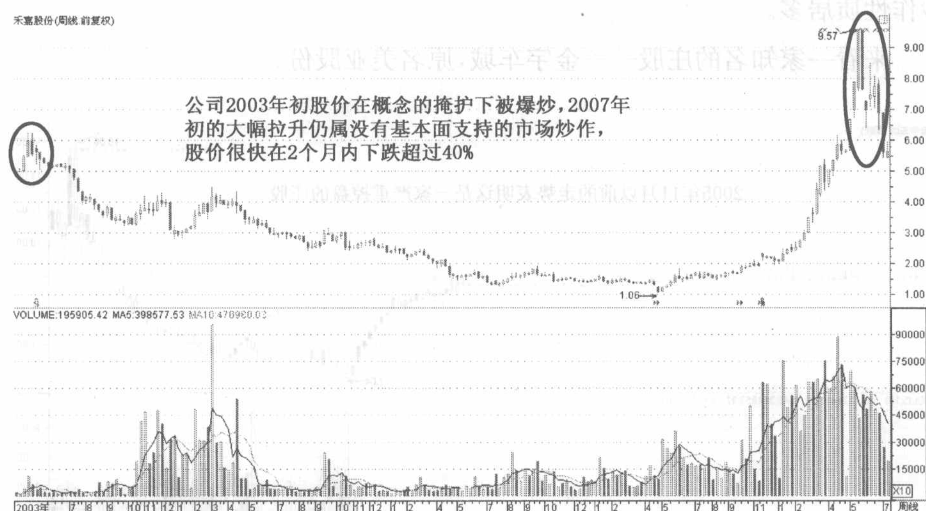


图 1.59 *ST 禾嘉(600093)2003 年 4 月至 2007 年 6 月周 K 线

证券市场是一个讲故事的市场，完全没有泡沫和故事是不可能的。但故事要看两个方面，一是故事的可信度，故事讲了以后，是不是能够经受住事实和数据的检验，故事是可以随便编的，数据不能说变就变的；二是故事的实现时间，故事是可以今天编出来，明天就能传播到整个市场，但是企业实现起来可能要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三五年，甚至上十年。比如开发一种新药，或企业重组等，根据经验，其中困难会很多，不确定性非常大，但由于利益驱动，一些还不确定的事情，在市场上可能一夜之间就能传得沸沸扬扬。在反反复复的变化中，有人就会从中获利。其实真的好的重组，在完成重组后再参与也不迟。比如前面提到过的国电电力、中国重汽，改名后基本面持续改善，股价连续创出新高。

此外，市场讲故事的手法也在不断创新。最近市场开始结合基本面创造新的故事题材，比如说市场开始了“讲第一”的故事。一个非常小的行业，比如机床制造业下的钻夹头子行业，也能讲出第一的故事来。但不管这些故事怎么千变万化，只要抓住公司基本面分析，就能辨别涨跌的真假。

除了制造概念和故事，股市中也有很多公司愿意改名，喜欢“改头换面”。这种公司也是要通过基本面看看有没有实质性的变化。一般而言，如果公司管理层和业务方向没有发生实质性的变化，而只是通过改名吸引视线，基本上属炒作性质居多。

来看一家知名的庄股——金宇车城，原名美亚股份。

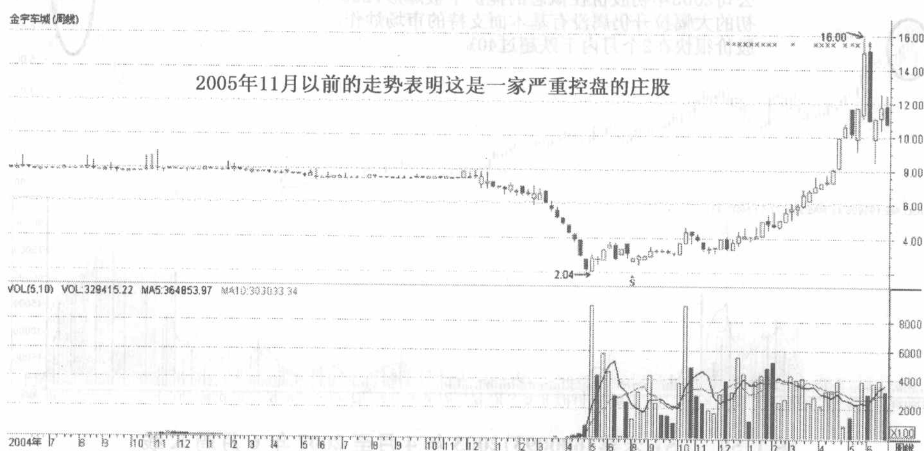


图 1.60 金宇车城(000803)2004 年 6 月至 2007 年 6 月周 K 线

从图 1.60 K 线形态可以看出，2005 年底以前，公司 K 线完全失去了自由波动的特性，曾经是市场中一支著名的庄股，为了自我拯救，庄家在 2006 年初通过无量下跌，放量对倒拉升的手法拉抬股价，但基本面仍然没有任何实质性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的改善迹象(见图 1.61),公司净利润在 2006 年末只有微利的水平,估值严重高估。这种公司的上涨是纯粹的炒作行为。

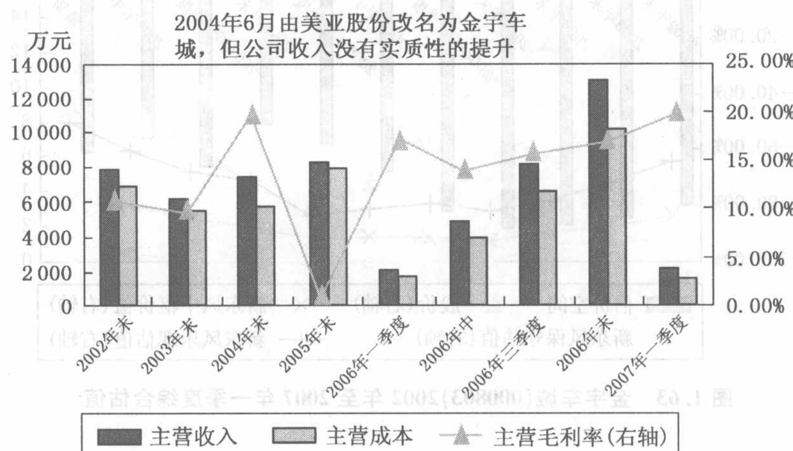


图 1.61 金宇车城(000803)2002 年至 2007 年一季度主营收入及成本

从利润角度分析,公司改名后 2005 年巨亏,2006 年微利,证明公司改名只有形式上的“包装”作用,没有实质意义(见图 1.62)。

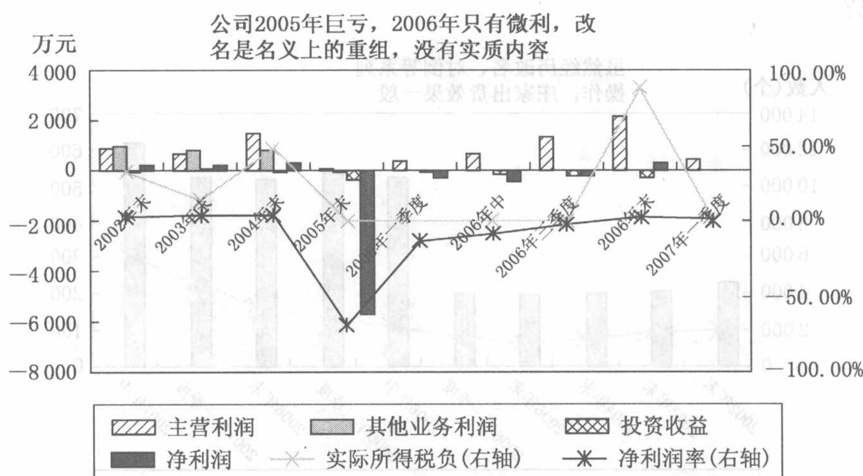


图 1.62 金宇车城(000803)2002 年至 2007 年一季度利润构成

没有业绩支撑的股价一直被严重高估,即使是公司股价大幅下跌后仍然没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有回归公司中枢价值(见图 1.63)。

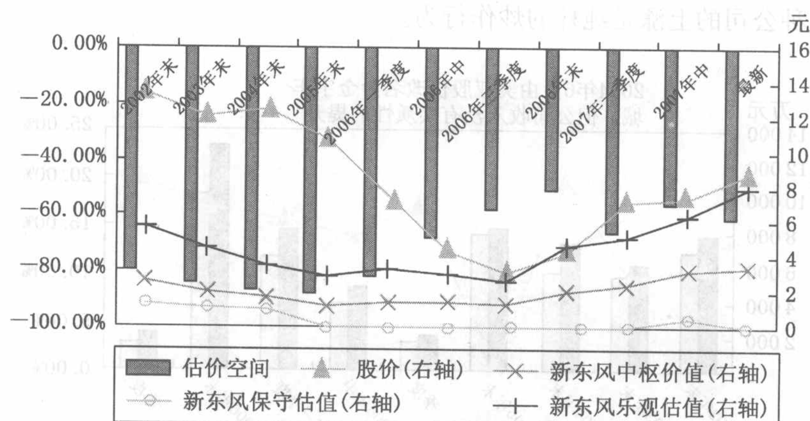


图 1.63　金宇车城(000803)2002 年至 2007 年一季度综合估值

名字改来改去,业绩跟不上还是没用。改名关键还是看实质有没有业绩支撑。从金宇车城改名后利用牛市自我拉抬炒作的结果上看,公司股东人数虽有所增加,但变化不是很大(见图 1.64)。看来对这家名声在外的庄股,投资者已有所防范,但对于市场层出不穷的新花招,不知道普通投资者能否提防呢?

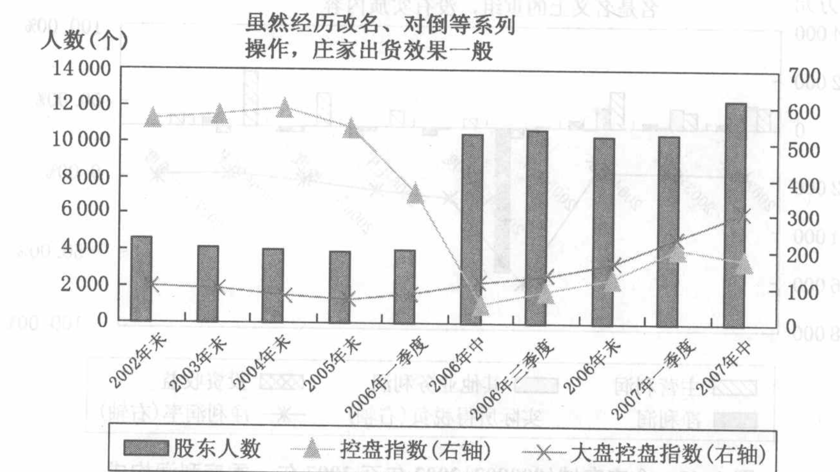


图 1.64　金宇车城(000803)2002 年至 2007 年一季度控盘状况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再来看重组。重组的关键是看动用的资源是否会对上市公司产生脱胎换骨式的变化，成功的重组背后一般都会有政府有形之手在舞动，而缺乏实质性资产注入的账面重组往往沦为投机者借机掏空上市公司的绝佳良机。判定公司重组力度大小的简单方法是看新的大股东入主后占有股比的份额。一般而言，如果新的大股东入主之后持有股比在30%以下，即表明新股东真正注入优质资产的意愿很小，而且是在回避要约收购义务及规避监管的简式重组。这种重组一般都是伴随二级市场炒作的功利性重组。

从2000年至今，关于丰华股份被重组的消息就不绝于市，先是汉骐集团置入所谓优质的涂料资产，可实际情况是2002、2003年公司发生巨额亏损，反而巨额资金被汉骐集团占用（见图1.65）。

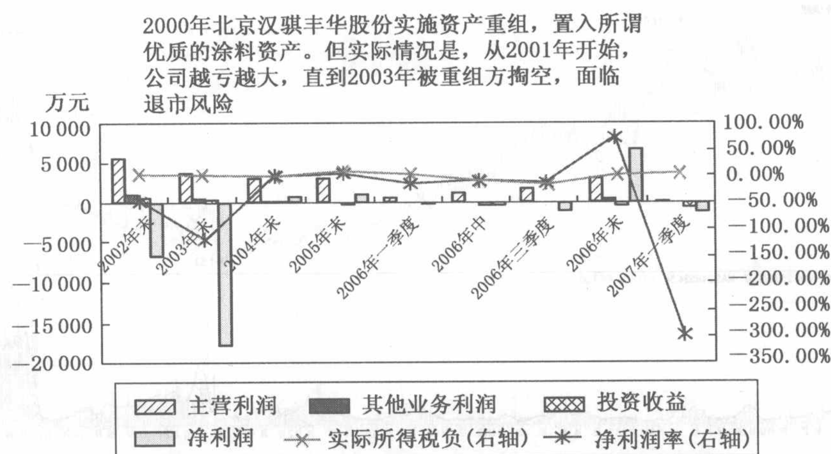


图1.65 丰华股份(600615)2002年至2007年一季度利润构成

之后沿海投资入主，然而从公司基本面上看，2006年公司收入不升反降，毛利率也没有大的提升，新股东只占21%的股比，不知今后如何维持公司的盈利（见图1.66）。

而在这几年中，丰华在二级市场上表现出耀眼的光芒，曾经有连续25个涨停，也有连续7个跌停，投资人就如坐过山车，价值依然被无情地操弄（见图1.67）。但如果从公司价值角度审视，这种公司的不确定风险将远远大于可能的机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

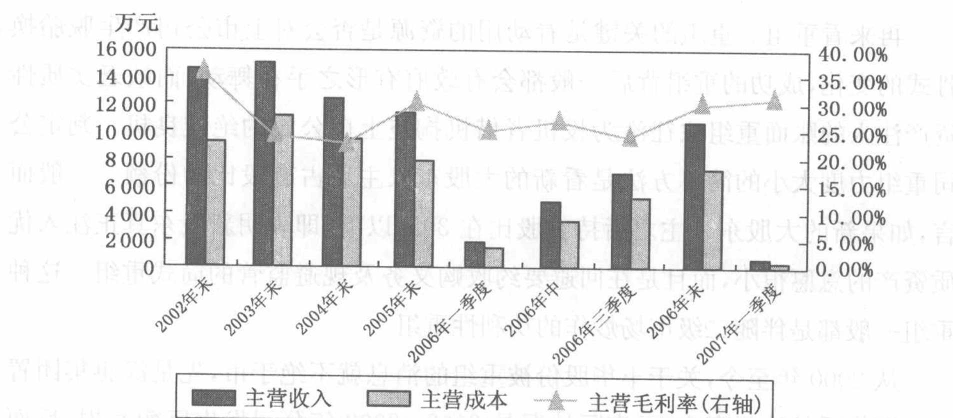


图 1.66 丰华股份(600615)2002 年至 2007 年一季度主营收入及成本

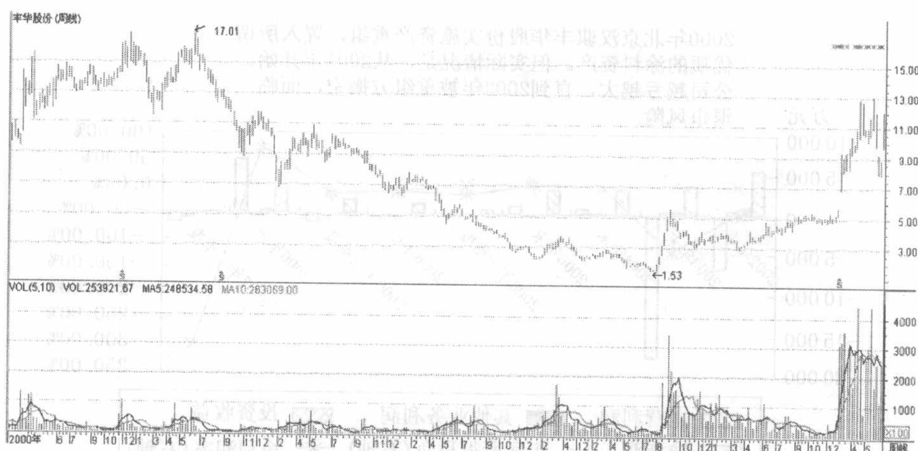


图 1.67 丰华股份(600615)2000 年至 2007 年 6 月周 K 线

反观重汽重组小鸭后，新的大股东占股比 53%，为单一控股股东，重组后收入大幅上升，表明有实质性资产注入。而为了重汽的重组，山东省政府动用了大量的行政资源让小鸭退出净壳，甚至派一位副市级领导入驻重汽任董事长，创造了重组的“重汽模式”，终于让重汽脱胎换骨获得新生，从丑小鸭变成了白天鹅(见图 1.68)。

重汽在重组之初一度出现股价飙升，但由于 2005 年末公司出现收入下降，毛利率下降的局面，公司股价也迅速回落，而真正让重汽重组获益的时机是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

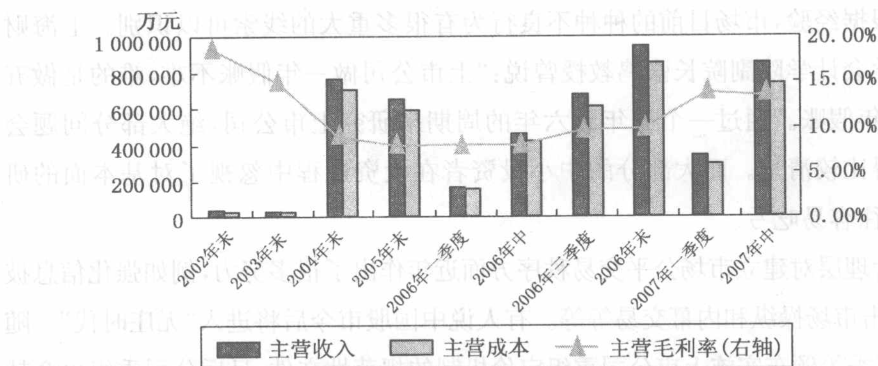


图 1.68　中国重汽(000951)2002 年至 2007 年一季度主营收入及成本

2006 年三季度，公司基本面出现收入、毛利率量价齐升的局面，股价上升超过 300%(见图 1.69)。这再次说明重组只是引起股价波动的一个局部因素，而真正引发股价转折的仍然是公司基本面。

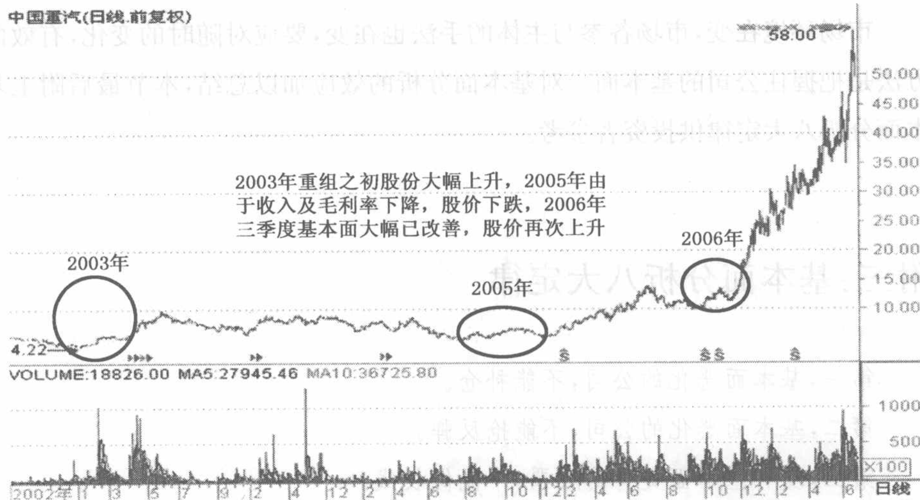


图 1.69　中国重汽(000951)2002 年 9 月至 2007 年 6 月日 K 线

上市公司的种种包装、伪装行为在数据分析面前很容易原形毕露。以前我们一直指责庄家、上市公司违规欺骗中小散户，获得暴利，现在反过来看，中小投资者为什么这样容易被欺骗，还是自身能力有问题，如果能炼成火眼金睛，就不会被白骨精所欺骗了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据经验，市场目前的种种不良行为有很多重大的线索可以识别。上海财经大学会计学院副院长张鸣教授曾说："上市公司做一年假账不难，难的是做五年、六年假账。"通过一个五年到六年的周期来研究上市公司，绝大部分问题会暴露得比较清楚。而大部分的中小投资者在投资过程中忽视了对基本面的研究，往往容易吃亏。

管理层对建立市场公平交易秩序方面近年作出了很多努力，例如强化信息披露，打击市场操纵和内幕交易等等。有人说中国股市今后将进入"无庄时代"。随着国资委等颁布实施上市公司重组定价机制的规范性文件，日后公司重组也会越来越规范，不规范的重组，如内部人控制等，将面临高昂的成本。例如开开集团重组，由于过早走漏消息导致报价大幅上升后，重组方不堪成本上升终致重组失败。真正成功的案例，如新加坡航空入股东方航空等，都须事前长期停牌，以维持重组成本。新的市场环境让"小道消息"几无存在的市场，因为如果要确保重组成功，必须要严格保密，而如果有消息传出，那很可能是"谣言"和陷阱，更要仔细防范。

市场环境在变，市场各参与主体的手法也在变，要应对随时的变化，有效的方法是把握住公司的基本面。对基本面分析的效应加以总结，本节最后附上基本面分析八大定律供投资者参考。

附三：基本面分析八大定律

第一，基本面恶化的公司，不能补仓。

第二，基本面恶化的公司，不能抢反弹。

第三，没有基本面支持的股票，不能做长线。

第四，没有基本面支持的股票，不能追高。

第五，基本面决定股价中长期趋势。

第六，基本面转折股价必然转折。

第七，基本面决定股价运行的时间和空间。

第八，基本面不是万能的，没有基本面是万万不能的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、基本分析基础技能

财务报表是上市公司对股东和潜在投资者公开的最重要信息。公司是具有商业秘密的经济组织。对一般公司而言，财务信息是公司需要高度保密的信息之一。从财务报表上，竞争对手可以获得公司业务盈利能力、盈利状况、增长状况和负债状况，投资者可以从中分析这家公司是否值得投资。财务信息以标准化的格式对市场披露，这是投资者和融资者经过长期博弈创造出来的一项合理的制度安排，它既满足了投资者了解公司经营状况的要求，也合理地保护了上市公司的商业秘密不至于太过公开，但可惜这么重要的信息，并未引起投资者的足够重视，甚至把它们当成可有可无，乃至无用的东西。经过对普通投资者的深入调查，发现大部分投资者认为公开信息没用的关键原因在于对数据不能完全理解，加之阅读财务数据比较枯燥，不够直观，需要专业技能，难以有效利用。

有没有便捷分析的方法呢？有。第一种方法是关键数据分析，第二种方法是把数据变得更直观。所谓关键数据分析，就是面对众多繁杂的数据，不必要每项都去分析，而是抓住与股价有直接或间接影响的关键数据进行分析。报表是完整的会计体系，其科目及内在的钩稽关系都必须符合会计制度的要求，会有很多与投资关系不大的数据，让大家觉得很不容易理解。把数据变得直观的方法是对数据进行运算，把数据中与投资有更紧密关系，又没有直接披露的数据，如毛利率、周转率、负债率、净资产收益率等计算出来，并将多个年度的有关联的关键数据放在一起制成图表，便可直观进行比较分析。但无论这两种方法如何简便，对于非专业人士而言都是需要学习的，因为财务、价值、风险的分析不可能如同价格、成交量、K线那样简单，不了解这些数据的内在含义，想找一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两个“神化”指标那样来分析基本面，这种想法也是不现实的。在本章第一部分中，我们将以具体的报表实例对关键数据作介绍，第二部分我们将就图表化的分析方法进行介绍，第三部分将重点介绍新旧会计准则的变化以及新准则对价值发掘的影响，第四部分将以实例介绍快速分析基本面的方法。

1. 主要财务报表快速阅读技巧

利润表

利润表是公司最重要的信息披露，也是跟股价关系度最密切的报表。可以说，如果谁能够预先知道这张表的内容，谁就能战胜市场。众多的研究机构调研、分析和预测都是围绕利润表展开。以往炒作内幕消息，关键也是要提前获取公司盈利方面的信息，由此也就产生了业绩公告前股价飞涨，公告后反而“见光死”的怪现象。这种严重反常类似于美国市场1929年股灾以前的状况，损害了投资者利益及中国证券市场的形象。近年来管理层着重加强业绩前端预先披露，对利润大幅变化（大幅上升、大幅下降、预盈、预亏）的公司强制性提前披露，使得内幕消息效用逐渐减弱。管理层在持续加强监管上市公司的各类重大信息披露的基础上，正在加大对股价提前反应的调查和处罚力度，以期真正做到维护市场“三公”原则。下面来看一家公司的利润表（见表2.1）。

表 2.1 武汉中百(000759)利润表

编制单位：武汉中百集团股份有限公司 2007年1—3月 单位：(人民币)元

项 目	本 期		上年同期	
	合 并	母公司	合 并	母公司
一、营业总收入	2 115 190 102.66	9 459 976.39	1 545 921 768.38	4 614 090.69
其中：营业收入 *	2 005 404 335.14	8 644 938.39	1 460 202 321.09	4 367 547.79
利息收入				
已赚保费				
手续费及佣金收入				
二、营业总成本	1 763 192 265.51	7 669 742.42	1 270 795 387.05	3 787 393.06
其中：营业成本 *	1 756 487 128.96	7 538 413.81	1 270 300 285.54	3 787 393.06

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(续表)

项　目	本　期		上年同期	
	合　并	母公司	合　并	母公司
利息支出				
手续费及佣金支出				
赔付支出净额				
提取保险合同准备金净额				
分保费用				
营业税金及附加	12 375 064.52	145 891.81	9 562 852.20	48 579.48
销售费用 *	187 877 504.85	1 168 170.51	145 018 878.24	780 448.58
管理费用 *	89 053 901.38	5 862 235.42	68 307 125.80	4 941 759.32
财务费用(收益以“—”号填列) *	15 269 547.70	2 261 609.52	17 613 889.91	2 438 581.57
资产减值损失				
加:公允价值变动净收益(损失以“—”号填列) *	927 500.00	463 750.00	0.00	0.00
投资收益(损失以“—”号填列) *	1 743 065.63	1 007 880.05	—805 584.05	31 586 618.69
汇兑收益(损失以“—”号填列)	0.00		0.00	
三、营业利润(亏损以“—”号填列) *	50 092 384.33	—6 176 043.24	33 818 051.13	24 203 947.37
加:营业外收入	1 429 598.20		248 495.23	
减:营业外支出	89 620.37	0.00	923 366.16	0.00
其中:非流动资产处置损失		0.00		0.00
四、利润总额(亏损总额以“—”号填列)	51 432 362.16	—6 176 043.24	33 143 180.20	24 203 947.37
减:所得税费用	14 132 118.93		9 260 468.74	0.00
五、净利润(净亏损以“—”号填列) *	37 300 243.23	—6 176 043.24	23 882 711.46	24 203 947.37
归属于母公司所有者的净利润	36 584 772.24		24 203 947.37	
少数股东损益	715 470.99		—321 235.91	
六、每股收益				
(一)基本每股收益 *	0.11		0.12	
(二)稀释每股收益	0.11		0.12	

资料来源:上市公司2007年一季度季报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利润表结构其实很简单，在表 2.1 中非常清晰地罗列了公司净利润及每股收益的计算过程，利润表中重点要分析的指标在其中已用“*”号标出，包括营业收入、中间费用（销售费用、管理费用、财务费用）、投资性收益（公允价值变动、投资收益）、净利润、每股收益五类指标。这些指标的具体解释和计算参见本书附录一基本面分析指标图解，这里着重解释它们的作用。

营业收入和净利润主要用来衡量公司的成长性，通过指标同比（和去年同期相比）、环比（季度净值和上季度相比）、三年复合增长率、增长的稳健度等来评估公司成长能力。

中间费用主要包括销售费用、管理费用和财务费用。中间费用主要是通过同比与环比的变化、是否有大幅变动来衡量公司的运营效率和治理是否完善。如很多绩差公司都容易在四季度变脸，前三个季度还是微利，到第四季度会突然出现一笔资产减值准备的计提，反映到报表上就是管理费用大幅上升，这样的公司由于事发突然，对股价和普通投资者的杀伤力很大，因此要从具有逻辑关系的数据中寻找线索，如下面要介绍的资产负债表中的应收款、存货、长期股权投资等，尽量提前回避这些风险。

投资性收益（请注意不是投资收益）是新会计准则颁布后强化的一个概念，主要包括公允价值变动收益和投资收益两部分。公允价值变动收益是新会计准则向国际接轨后导入的一个“新概念”，在后面新旧会计准则对比分析中将有详细介绍。投资性收益主要考察的是公司的“理财能力”。在旧会计准则中，上市公司每年投资收益约占净利润的 13%左右，这是分析公司盈利状况和未来盈利预测不可忽略的一部分。新准则采用后，2007 年中期两市投资性收益达 1 155 亿元，已占到当期上市公司净利润的 35%。新会计准则引入公允价值变动收益后，企业理财能力得到充分体现，企业的金融资产（包括股票债券等）和投资性房地产的市场公允价值变动都将计入投资性收益。从成本法到公允价值计算，大大提升了投资性收益占企业净利润的比例。此外，公允价值变动还可以作为线索发掘出具有高超理财技能的公司。

每股收益很多人很重视，但实际上，单纯的每股收益并不能反应公司的盈利能力和成长性。从上市公司收益结构的状况分析，每股收益是一个容易被包

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

装和混淆的指标，因为公司的总股本可能会变化，因此每股收益同比不具备完全的可比性。此外，每股收益也不具备和其他公司的可比性，因为大盘股和小盘股的每股收益相同，但并不能说明它们盈利能力或成长性相同。每股收益较好发挥作用的地方是作为中间数据用来计算市盈率，通过比较市盈率，从而使得不同公司的股价合理性具有一定的可比性。

资产负债表

资产负债表主要用来分析公司资产的质地和负债水平，新会计准则对资产项目进行了新的分类，将公司资产只分为流动资产和非流动资产，将旧会计准则中单独作为一级科目核算的固定资产、长期投资、无形资产等都合并到非流动资产下面作为二级科目，负债科目也相应进行调整。

理解公司的资产负债表，最重要的是理解公司资产负债下面内在的钩稽关系：资产 ＝ 负债＋所有者权益。

所谓所有者权益，就是通俗意义上的净资产，上述等式也可以变化为净资产＝资产－负债。下面仍以公司实例分析如何快速阅读公司资产负债表。

先看如何快速把握资产部分关键点。

表 2.2 武汉中百(000759)资产负债表(资产部分)

编制单位：武汉中百集团股份有限公司 2007 年 3 月 31 日 单位：(人民币)元

资 产	期末数		期初数	
	合 并	母公司	合 并	母公司
流动资产：				
货币资金 *	525 312 319.86	102 175 853.40	423 180 219.83	70 128 737.22
结算备付金				
拆出资金				
交易性金融资产 *	3 293 500.00	1 646 750.00	1 189 440.00	604 160.00
应收票据	934 853.00		1 307 000.00	
应收账款 *	23 514 361.43	1 010 950.25	20 599 041.70	2 477 845.27
预付款项	149 874 119.84	0.00	128 604 998.74	0.00
应收保费				
应收分保合同准备金				

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

资　产	期末数		期初数	
	合　并	母公司	合　并	母公司
应收利息	0.00			
其他应收款 *	41 128 794.46	57 716 570.10	32 973 452.33	72 414 823.03
买入返售金融资产				
存货 *	550 380 135.37	367 214.28	564 486 666.17	366 884.28
一年内到期的非流动资产	0.00			
其他流动资产	2 787 933.13		3 355 005.01	
流动资产合计	1 297 226 017.09	162 917 338.03	1 175 695 823.78	145 992 449.80
非流动资产：				
发放贷款及垫款	0.00		0.00	
可供出售金融资产 *	0.00		0.00	
持有至到期投资	0.00		0.00	
长期应收款	0.00		0.00	
长期股权投资	108 281 348.77	751 922 682.96	109 281 348.77	752 922 682.96
投资性房地产 *	55 644 840.28	24 462 112.59	54 840 358.69	23 482 666.68
固定资产	1 351 453 375.32	207 274 456.77	1 282 947 282.88	209 200 122.40
在建工程	30 081 545.97	19 169 460.55	63 794 853.18	18 019 395.30
工程物资	0.00		0.00	
固定资产清理				
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	142 601 017.34	5 538 517.08	143 070 227.69	5 571 681.84
开发支出				
商誉	24 853 662.19		24 853 662.19	
长期待摊费用	267 725 458.46		233 177 796.04	
递延所得税资产	2 104 036.17		2 104 036.17	
其他非流动资产				
非流动资产合计	1 982 745 284.50	1 008 367 229.95	1 914 069 565.61	1 009 196 549.18
资产总计	3 279 971 301.59	1 171 284 567.98	3 089 765 389.39	1 155 188 998.98

资料来源：公司2007年一季度季报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产表中，两类指标对考察公司基本面和价值特别重要，应该予以格外重视。一类是体现公司资产质量的指标，我们称之为经营性资产，如货币资金、应收账款、存货、其他应收款等；一类是可以为公司带来额外损益的资产，我们称之为投资性资产，如交易性金融资产、可供出售金融资产、投资性房地产等。

货币资金就是公司的现金，现金是公司流动性最强的资产，一个公司如果现金枯竭，意味着这个公司将会出现周转不灵，经营缺乏资金保障。因此，现金多意味着公司家底厚实，有实力进行扩大再生产和市场拓展。但公司的现金在满足经营必需的前提下应该有一个合理的尺度，否则会带来低效的问题。如果公司治理结构不完善，公司库存现金过度会导致管理层乱投资的问题，前几年很多公司在二级市场圈钱，最后被乱投资所浪费。在国际上称这种情况为 over cashflow，即现金流过度的问题。

应收账款是在经营活动中产生的销售欠款。存货是公司为生产和销售所库存的原料及产成品。其他应收款是与经营活动无关的资金占用，通常表现为关联方的占用和企业内部员工的借款。其他应收款是不能为企业带来效益的占用行为，其占公司资产比例越高，表示公司资产结构越不合理，反映公司管理和治理结构的缺陷。应收账款和存货应保持与销售规模相匹配的范围，应收账款和存货过高将导致经营坏账及死库存风险加大，会降低企业经营稳健性和资产质量。应收账款和存货是否合理一般用周转率来表示，其含义是应收款和存货一年周转的次数。据统计，2006 年上市公司平均存货周转率是 4.8 次，应收账款周转率是 15 次。这两个指标根据行业不同平均值会有所差异，可以将上市公司的周转率与其行业周转率比较，判断公司的经营效率。

需要单独说明一下存货，存货主要是经营性资产，但在某些行业或某些特定时期也具有某种投资性资产的性质，因此在分析时要注意分析存货未来的价格变化趋势。例如，房地产公司存货较高就不一定是坏事，因为其存货一般为土地及商品房。在土地和商品房价格上涨的趋势下，存货越高，即表明公司资产潜在升值空间越大。万科在 2006 年其存货周转率只有 0.45 次，即库存的土地和商品房远远大于其当年的销售额，这不仅不是坏事，反而表明万科资产的潜在升值潜力（见图 2.1）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

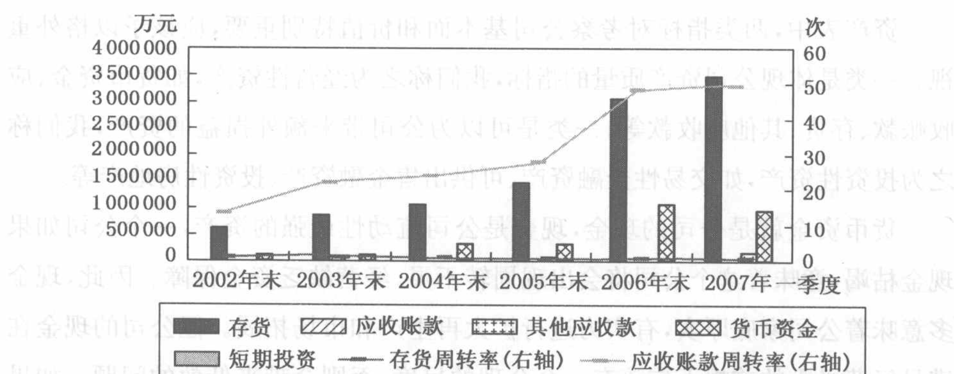


图 2.1　万科 A(000002)2002 年至 2007 年一季度流动资产状况

公司资产项目中第二类重要资产为投资性资产。投资性资产在新的会计准则下可以按公允价值计量，由于市价的变动，可能给这类公司带来意想不到的收益或损失，因此在分析公司价值时必须予以合理预计。号称新会计准则受益第一股的"雅戈尔"，当初 3.2 亿元投资的中信证券，在 2007 年 6 月份，除套现 12 亿元外，还有市值超过 90 亿元的金融资产。也就是说，在老会计准则下 3.2 亿元的长期股权投资仅仅由于会计制度的变革就增值了超过 30 倍。而在人民币升值、国内房地产长期升值的预期下，持有投资性房地产公司也具有价值提升的潜能。

再来看看如何快速把握资产负债表中第二部分——负债和所有者权益表重点。

表 2.3　武汉中百(000759)资产负债表(负债及所有者权益)

单位：(人民币)元

流动负债:				
短期借款 *	430 350 000.00	75 850 000.00	651 000 000.00	50 000 000.00
向中央银行借款				
吸收存款及同业存放				
拆入资金				
交易性金融负债				
应付票据	550 724 266.58	1 771 515.99	349 443 418.35	400 000.00
应付账款	735 901 486.15	1 542 243.54	654 325 889.56	2 025 100.76
预收款项 *	329 846 583.99	67 973 302.20	242 228 075.98	53 718 163.38
卖出回购金融资产款				
应付手续费及佣金				
应付职工薪酬	9 250 520.44		7 866 504.25	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

应付股利	929 551.00	929 551.00	1 024 350.80	1 024 350.80
应交税费	19 775 637.72	—218 688.87	13 474 299.68	664 959.96
应付利息	172 900.00		111 400.00	
其他应付款	42 048 629.60	24 873 454.49	46 619 967.90	42 617 191.21
应付分保账款				
保险合同准备金		0.00		0.00
代理买卖证券款		0.00		0.00
代理承销证券款				
一年内到期的非流动负债	0.00		68 000 000.00	
其他流动负债				
流动负债合计	2 118 999 575.48	172 721 378.35	2 034 093 906.52	150 449 766.11
非流动负债：				
长期借款 *	194 750 000.00	106 500 000.00	126 750 000.00	106 500 000.00
应付债券				
长期应付款				
专项应付款				
预计负债				
递延所得税负债				
其他长期负债				
非流动负债合计	194 750 000.00	106 500 000.00	126 750 000.00	106 500 000.00
负债合计	2 313 749 575.48	279 221 378.35	2 160 843 906.52	256 949 766.11
股东权益：				
股　本	335 266 960.00	335 266 960.00	335 266 960.00	335 266 960.00
资本公积	394 799 455.13	394 799 455.13	394 799 455.13	394 799 455.13
减：库存股				
盈余公积	89 511 086.09	89 283 859.03	89 511 086.09	89 283 859.03
一般风险准备				
未分配利润	117 350 540.06	72 712 915.47	80 765 767.82	78 888 958.71
外币报表折算差额	0.00		0.00	
归属于母公司的股东权益合计 *	936 928 041.28	892 063 189.63	900 343 269.04	898 239 232.87
少数股东权益	29 293 684.83		28 578 213.83	
股东权益合计	966 221 726.11	892 063 189.63	928 921 482.87	898 239 232.87
负债和股东权益总计	3 279 971 301.59	1 171 284 567.98	3 089 765 389.39	1 155 188 998.98

法定代表人：汪爱群　　主管会计工作负责人：杨晓红　　会计机构负责人：杨蓓

资料来源：上市公司2007年一季度季报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

负债和所有者权益部分最重要的是短期借款、长期借款、预收账款、归属于母公司的股东权益合计四个部分(见表 2.3)。短期借款是指剩余还款期限在一年内的有息负债,长期借款是剩余还款期限在一年以上的有息负债,这两项指标主要衡量公司需支付利息的“硬负债”规模。归属于母公司的股东权益合计是新会计准则引入的一项新的科目。新准则下上市公司的每股净资产是按归属母公司的股东权益计算,不是按股东权益合计计算。新旧会计准则的主要差异将在下一节介绍。预收账款是公司经营拐点的前瞻性指标,预收账款增加表明公司产品供不应求,必须得到提前预付才能保障供应,说明公司经营处于改善之中,找到这种经营拐点往往能获得超额投资回报。关于预收账款对股价的影响将在本章重要基本面分析指标一章中详细分析。

现金流量表

现金流量表是公司经营、投资、筹资活动产生的现金流入和现金流出的资金流向表,按新会计准则的要求上市公司还应该披露将净利润调节为经营活动现金流量的信息,即现金流量表的间接法披露(见表 2.4)。“现金为王”是现代企业经营普遍接受的理论。现金流量表中虽然包括经营活动、投资活动和筹资活动三大现金来源项目,但由于经营活动现金流最能体现企业的核心竞争力,因此也最为人关注。

表 2.4 武汉中百(000759)现金流量表

编制单位:武汉中百集团股份有限公司　　2007 年 1—3 月　　单位:(人民币)元

项　目	本　期		上年同期	
	合　并	母公司	合　并	母公司
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	2 621 016 776.33	25 079 633.00	1 741 351 404.82	8 600 028.68
客户存款和同业存放款项净增加额				
向中央银行借款净增加额				
向其他金融机构拆入资金净增加额				

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

项 目	本 期		上年同期	
	合 并	母公司	合 并	母公司
收到利息和手续费净增加额				
收到原保险合同保费取得的现金				
收到再保险业务现金净额				
处置交易性金融资产净增加额				
处置可供出售金融资产净增加额				
回顾业务资金净增加额				
收到的税费返还				
收到其他与经营活动有关的现金	3 029 231. 70	14 862 642. 14	858 287. 51	71 087 320. 14
现金流入小计	2 624 046 008. 03	39 942 275. 14	1 742 209 692. 33	79 687 348. 82
购买商品、接受劳务支付的现金	1 871 244 250. 97	6 679 036. 42	1 152 436 217. 44	2 873 411. 62
客户贷款及垫款净增加额				
存放中央银行和同业款项净增加额				
支付赔付款项的现金				
支付手续费的现金				
支付给职工以及为职工支付的现金	58 643 190. 41	626 281. 34	34 054 938. 32	478 624. 19
支付的各项税费	60 576 167. 55	1 571 846. 10	44 335 829. 56	3 690 793. 68
支付其他与经营活动有关的现金	198 182 463. 01	20 640 211. 55	139 272 353. 44	4 718 679. 35
现金流出小计	2 188 646 071. 94	29 517 375. 41	1 370 099 338. 76	11 761 508. 84
经营活动产生的现金流量净额 *	435 399 936. 09	10 424 899. 73	372 110 353. 57	67 925 839. 98
二、投资活动产生的现金流量： *				
收回投资收到的现金	4 650 465. 63	3 223 500. 05	5 023 702. 98	5 023 702. 98

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

项　　目	本　　期		上年同期	
	合　并	母公司	合　并	母公司
取得投资收益收到的现金				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额				
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额				
收到其他与投资活动有关的现金				
现金流入小计	4 650 465. 63	3 223 500. 05	5 023 702. 98	5 023 702. 98
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	100 269 467. 51	3 151 135. 79	105 624 290. 30	3 080 053. 07
投资支付的现金	3 083 960. 00	1 794 460. 00	100 000. 00	
质押贷款净增加额				
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金				
现金流出小计	103 353 427. 51	4 945 595. 79	105 724 290. 30	3 080 053. 07
投资活动产生的现金流量净额	−98 702 961. 88	−1 722 095. 74	−100 700 587. 32	1 943 649. 91
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金				
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金				
取得借款收到的现金	20 000 000. 00	25 850 000. 00	97 000 000. 00	
发行债券收到的现金				
保户储金净增加额				
收到其他与筹资活动有关的现金				
现金流入小计	20 000 000. 00	25 850 000. 00	97 000 000. 00	
偿还债务支付的现金	240 650 000. 00		260 893 668. 40	39 700 000. 00

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

项　　目	本　　期		上年同期	
	合　并	母公司	合　并	母公司
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	13 914 874.18	2 505 678.81	15 980 183.52	2 632 368.26
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润或偿付的利息				
支付其他与筹资活动有关的现金				
现金流出小计	254 564 874.18	2 505 687.81	276 873 851.92	42 332 368.26
筹资活动产生的现金流量净额	－234 564 874.18	23 344 312.19	－179 873 851.92	－42 332 368.26
四、汇率变动对现金的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	102 132 100.03	32 047 116.18	91 535 914.33	27 537 121.63
年初现金及现金等价物余额	423 180 219.83	70 128 737.22	243 674 984.52	57 098 432.24
年末现金及现金等价物余额	525 312 319.86	102 175 853.40	335 210 898.85	84 635 553.87

资料来源：公司2007年一季度季报。

在企业经营实际中，经营者既关心账面利润，更关心公司实际有多少钱流进来。有的公司账面盈利很大，但公司现金却没有增加，将净利润调节为经营活动现金流量就是帮助企业的管理者和投资者分析这种状况的原因（见表2.5）。

表2.5　武汉中百（000759）将净利润调节为经营活动的现金流量表

单位：（人民币）元

1. 将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润 *	37 300 243.23	－6 176 043.24	23 882 711.46	24 203 947.37
加：资产减值准备	0.00			
固定资产折旧	21 850 146.63	2 947 290.24	14 949 421.53	483 672.24
无形资产摊销	469 210.35	33 164.76	873 066.94	
长期待摊费用摊销	8 274 391.65		6 985 116.21	69 754.11
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（减收益）	0.00			

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

固定资产报销损失				
公允价值变动损失(减收益)	−927 500.00	−463 750.00		
财务费用	13 881 574.38	2 410 888.01	15 932 993.52	2 585 178.26
投资损失(减收益)	−1 743 065.63	−1 007 880.05	805 584.05	−31 586 618.69
递延税款所得税资产减少(减增加)				
递延税款所得税负债增加(减减少)				
存货的减少(减增加)	14 106 530.80	−330.00	221 665 522.25	48 098.47
经营性应收项目的减少(减增加)	−31 400 564.08	16 165 147.95	96 154 545.53	4 289 743.70
经营性应付项目的增加(减减少)	373 588 968.76	−3 483 587.94	−9 138 607.92	67 832 064.52
其他				
经营活动产生现金流量净额 *	435 399 936.09	10 424 899.73	372 110 353.57	67 925 839.98
2. 不涉及现金收支的投资和筹资活动：				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租赁固定资产				
3. 现金及现金等价物净增加情况：				
现金的期末余额	525 312 319.86	102 175 853.40	335 210 898.85	84 635 553.87
减：现金的期初余额	423 180 219.83	70 128 737.22	243 674 984.52	57 098 432.24
加：现金等价物的期末余额				
减：现金等价物的期初余额				
现金及等价物净增加额	102 132 100.03	32 047 116.18	91 535 914.33	27 537 121.63

资料来源：公司 2007 年一季度季报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从表 2.5 分析，该公司 2007 年一季度净利润 3.73 亿元，而经营活动产生的现金流量净额是 4.35 亿元，表明公司净利润的确有现金收入保障，公司经营质量很好。

可以看到两张表通过不同的运算和调节，其最终产生经营活动现金流数据是完全相同的，均为 4.35 亿元。值得注意的是，现金流量表并非是原始会计数据的直接体现，而是经过会计人员会计处理的，在分析 A 股及其中行业总体多年的现金流量状况时，找不到方向性的波动规律，这可能与不同会计人员会计技能有某种关联。

金融类型公司的报表解读

老会计准则将上市公司的报表披露分为金融类公司和非金融类公司，因为这两类公司需披露的会计科目相差太大，而新会计准则将二者合并起来，大幅增加到 162 个会计科目，使二者披露格式的报表合二为一。从实质性分析，新准则为金融类公司设计的会计科目是有别于非金融性公司。为了后面对比分析新旧会计准则差异，我们在本节最后附上一家代表性金融类企业——中国工商银行作为实例，供大家分析参考，其中重点分析指标在各分项报表中已有专门标注(见表 2.6、表 2.7、表 2.8、表 2.9、表 2.10)。

表 2.6 工商银行(601398)合并利润表(未经审计)

单位:(人民币)百万元

一、营业收入	54 520
利息净收入	48 102
利息收入	78 476
利息支出	(30 374)
手续费及佣金净收入	6 470
手续费及佣金收入	6 993
手续费及佣金支出	(523)
投资收益	455
其中:对联营企业的投资收益	2
公允价值变动收益	74
汇兑损益	(707)
其他业务收入	126
二、营业支出	(26 737)
营业税金及附加	(3 087)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

业务及管理费	(16 295)
资产减值损失	(7 355)
三、营业利润	27 783
加：营业外收入	355
减：营业外支出	(185)
其中：非流动资产处置损失	(4)
四、利润总额	27 953
减：所得税费用	(9 061)
五、净利润	18 892
* 归属于母公司股东的净利润	18 706
少数股东损益	186
六、每股收益	
（一）基本每股收益（人民币元）	0.06
（二）稀释每股收益（人民币元）	0.06

资料来源：公司 2007 年一季度季报。

表 2.7 工商银行(601398)合并资产负债表(未经审计 1)

单位：(人民币)百万元

资产：		
现金及存放中央银行款项	787 776	703 657
存放同业款项	15 662	15 637
拆出资金	123 125	190 869
* 交易性金融资产	42 520	21 156
衍生金融资产	11 690	10 539
买入返售金融资产	73 636	39 218
* 发放贷款和垫款	3 696 433	3 533 978
* 可供出售金融资产	448 420	504 609
* 持有至到期投资	1 384 261	1 228 937
应收款项类投资	1 116 034	1 106 163
长期股权投资	121	127
固定资产	81 104	84 180
在建工程	2 718	2 563
递延所得税资产	1 349	1 699
其他资产	95 957	67 856
资产总计	7 880 806	7 511 188

资料来源：公司 2007 年一季度季报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2.8 工商银行(601398)合并资产负债表(未经审计 2)

单位:(人民币)百万元

负债:		
同业及其他金融机构存放款项	535 501	367 494
拆入资金	45 842	32 824
衍生金融负债	3 000	2 613
卖出回购金融资产款	24 984	48 610
* 吸收存款	6 560 019	6 351 423
应付职工薪酬	7 603	7 073
应交税费	29 220	22 004
应付债券及存款证	43 847	44 405
递延所得税负债	2 556	3 083
其他负债	138 281	159 855
负债合计	7 390 853	7 039 384
股东权益:		
股本	334 019	334 019
资本公积	109 233	109 701
盈余公积	5 466	5 464
一般风险准备	12 733	12 719
未分配利润	24 405	5 715
外币报表折算差额	(504)	(351)
* 归属于母公司股东权益合计	485 352	467 267
少数股东权益	4 601	4 537
股东权益合计	489 953	471 804
负债及股东权益总计	7 880 806	7 511 188

资料来源:公司 2007 年一季度季报。

表 2.9 工商银行(601398)合并现金流量表 1(未经审计)

单位:(人民币)百万元

一、经营活动产生的现金流量	
客户存款和同业存放款项净增加额	376 603
收取利息、手续费及佣金的现金	75 154
收到其他与经营活动有关的现金	8 637
现金流入小计	460 394
客户贷款及垫款净增加额	(171 712)
存放中央银行和同业款项净增加额	(71 771)
向其他金融机构拆出资金净增加额	(17 893)
向其他金融机构拆入资金净减少额	(10 608)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

支付利息、手续费及佣金的现金	(28 737)
支付给职工以及为职工支付的现金	(9 544)
支付的各项税费	(4 938)
支付其他与经营活动有关的现金	(39 022)
现金流出小计	(354 225)
* 经营活动产生的现金流量净额	106 169
二、投资活动产生的现金流量	
收回投资收到的现金	211 052
处置固定资产而收回的现金净额	128
现金流入小计	211 180
投资支付的现金	(579 424)
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	(767)
现金流出小计	(580 191)
投资活动产生的现金流量净额	(369 011)
三、筹资活动产生的现金流量	
支付已发行债券利息	(176)
现金流出小计	(176)
筹资活动产生的现金流量净额	(176)

资料来源：公司 2007 年一季度季报。

表 2.10 工商银行(601398)合并现金流量表 2(未经审计)

单位：(人民币)百万元

汇率变动对现金及现金等价物的影响	(789)
四、现金及现金等价物净减少额	(263 807)
加：期初现金及现金等价物余额	506 794
五、期末现金及现金等价物余额	242 987
补充资料	2007 年 1—3 月
1. 将净利润调整为因经营活动而产生的现金流量	
净利润	18 892
资产损失准备	7 355
固定资产折旧	2 121
资产摊销	335
固定资产和其他资产盘盈及处置净收益	(89)
公允价值变动净收益	(74)
已减值贷款利息冲转	(321)
投资收益	(149)
递延税款	167
发行债券利息支出	331

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

经营性应收项目的增加	(297 928)
经营性应付项目的增加	375 529
* 因经营活动而产生的现金流量净额	106 169
2. 现金及现金等价物净减少情况：	
现金期末余额	37 409
减：现金期初余额	31 446
加：现金等价物的期末余额	205 578
减：现金等价物的期初余额	475 348
现金及现金等价物净减少额	(263 807)

资料来源：上市公司2007年一季度季报。

2. 新旧会计报表变化

财政部2006年2月15日正式发布企业会计准则体系，并规定自2007年1月1日起在上市公司范围内实施，也鼓励其他企业执行。执行新会计准则体系的企业，不再执行现有的会计准则和企业会计制度。

新会计准则体系制定的主要思路是参照国际财务报告准则，坚持与国际会计准则趋同的原则，并充分考虑我国现阶段的国情。基于这个出发点，会计准则体系引入了公允价值、规范了资产减值计提方法，在非货币性资产交易、债务重组、借款费用处理、所得税会计、股权激励、投资性房地产、金融工具确认和计量、生物资产、存货、企业合并、保险、石油天然气和资产处置等方面都有较大改变，将对企业业绩产生重大影响。

新会计准则首先对基本准则——会计目标进行了修改。基本准则是我国特有，西方称概念框架。原准则强调满足国家宏观经济管理的需要。新会计准则中明确提出了向财务会计报表使用者提供会计信息的目标，要求在充分披露企业的财务状况、经营成果和现金流量等有关信息的同时，要反映其受托责任和有助经济决策的要求。此项修改使会计准则的制度目的更加明确，并更加满足资本市场信息披露的要求。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将会计信息“客观性”改为“真实可靠”，对会计信息的质量提出了更高的要求。新会计准则体系对财务报表列作出了较大的改变，由原来的三大财务报表变为四大财务报表，增加了“所有者权益变动表”，进一步体现了主体权益思想。

为了适应经济环境发展的要求，新准则在资产负债表中新增加了交易性金融资产、可供出售金融资产、持有到期投资、长期股权投资、投资性房地产、生物资产、递延所得税资产、未实现融资收益等资产类项目。同时在负债项目中增加了预计负债、交易性金融负债、递延收益、未确认融资费用、专项预付款和递延所得税负债等负债类项目。我们在后面将重点分析上市公司金融资产和投资性房地产对公司价值的影响以及产生的增值中国的长期效应。

此次规定的162个会计科目，较以前有较大数目增加，增加的会计科目主要是涉及商业银行、保险公司和证券公司的专用科目以及金融企业共用科目。此次规定的会计科目还在以前五大类（资产类、负债类、所有者权益类、成本类和损益类）的基础上，增加了一类“共同类”。“共同类”有5个科目：清算资金往来、外汇买卖、衍生工具、套期工具、被套期项目。前两项共同性账户适用于金融企业。

新会计准则在损益表中取消了主营业务和其他业务的收入和成本的划分，取消了营业外收入和营业外支出项目的列示，而是要求按具体内容列示如“资产减值损失、非流动资产处置损益、公允价值变动损益”等。

在权益方面新准则体系作出的重大变化是为满足股权激励的要求增减了“库存股”项目，同时将少数股东权益作为净资产列示。

新准则对上市公司每股收益的计算作出了较为详细的规定。要求除了计算基本每股收益外，还必须计算稀释的每股收益。

基本每股收益等于归属于普通股股东的当期净利润，除以发行在外普通股的加权平均数。稀释每股收益是指企业存在稀释性潜在普通股的，应当分别调整归属于普通股股东的当期净利润和发行在外普通股的加权平均数，并据以计算稀释每股收益。稀释性潜在普通股，是指赋予其持有者在报告期或以后期间享有取得普通股权利的一种金融工具或其他合同，包括可转换公司债券、认股权证、股份期权等。

新会计准则规定首次执行企业会计准则的公司，将账面价值与公允价值的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

差额调整为资本公积。

新会计准则的修改，与资本市场和投资者最密切相关的有三个新概念：公允价值、金融资产、投资性房地产。下面我们将逐一介绍这些新概念的内容。

公允价值 这是新会计准则的亮点之一，就是强调企业提供的会计信息应当有利于财务报告使用者作出全面的评价和正确的决策。在真实性的基础上按照国际惯例，重新要求允许使用公允价值进行计量。

正式确定会计计量属性包含历史成本、重置成本、可变净值、现值和公允价值。历史成本不再是会计唯一计量属性，这势必对我国企业的经济管理，特别是上市公司的财务状况和盈利水平产生重大影响。

与历史成本计量属性相比，用公允价值对资产和负债（包括期初和期末价值）进行计量一般都会产生差额，而这种差额的处理在新会计准则中被允许计入当前损益。

但与国际财务报告准则相比，我国会计准则体系在确定公允价值使用范围上，充分考虑了我国的实际国情，作为审慎的规定和改进，即必须要有一定程度的可靠性才能运用，减少了含有较多假设性的估计技术（如对于投资性房地产的价值确定），也就是规定只有在一定可靠性前提下，才允许相关性较强的公允价值的使用。

金融资产 包括持有到期金融资产、可供出售金融资产和交易性金融资产。持有到期金融资产一般是指企业持有到期的债券投资，新准则规定了划分持有到期投资的条件，例如企业从二级市场上购入的固定利率三年期国债、浮动利率两年期投资；由于债券在市场上波动较小，除非公司持有债券数额特别巨大，例如银行购买的持有到期国债和企业债，一般对公允价值变动损益影响较小。公司投资的金融资产对上市公司价值影响较大的是可供出售金融资产和交易性金融资产。

新准则公允价值——市价计价方法的运用，将使企业短期投资等交易性证券期末由于计价上的差异，而使其当期损益出现波动，对上市公司业绩会产生影响。

交易性金融资产主要是指企业为了近期内出售的金融资产。例如，企业为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

充分利用闲置资金、以赚取差价为目的从二级市场购入的股票、债券、基金等。本准则范围内的衍生工具(包括远期合同、期货合同、互换和期权中一种以上特征的工具),不作为有效套期工具的,也应划分为交易性金融资产。

准则规定对交易性金融资产,在取得时应以成本计价,期末按照公允价值进行后续计量,公允价值与成本价之间的差额计入当期损益。因此,公司进行短期股票投资,将不再采用原来的成本与市价孰低法计量,而纯粹采用市价法计量,这将对有较大投资证券投资企业业绩产生较大影响。

如某上市公司以每股 5 元在二级市场上购入 1 000 万股股票,假设到年底涨到每股 10 元,按照原来的会计准则,公司 5 000 万元的账面所得是不能计入当期损益的,在报表中这部分股票价值应仍然按每股 5 元的成本价计入资本账户。但按新会计准则,这部分股票将按照市价每股 10 元计价入资产账户,并且将其增值的 5 000 万元作为投资收益计入公司当期的损益。当然一旦出现股价下跌,将作相反处理。新会计准则实施后第一个季度上市公司体现出来持有交易性金融资产最多的 50 家公司见本节后附一。

对于上市公司持有法人股,新会计准则不认定其为交易性金融资产,而是将其划分入可供出售金融资产。

基于特定的风险管理或资本管理需要,企业也可将某项金融资产直接指定为可供出售金融资产。如雅戈尔将大部分中信证券的股权计入可供出售金融资产,也就是说,雅戈尔将这部分计入可供出售金融资产在没有出售时,影响的是公司净资产,而不是当期损益,只有出售以后才会影响当期损益。新会计准则实施后持有可供出售金融资产最多的前 50 家公司见本节后附二。

由于 2006 年股市表现良好,有进行股票投资的公司到年末,无论其是否处置短期投资,都会获得较好的收益表现。

投资性房地产 这是本次会计准则体系新增加的一项重要内容。所谓投资性房地产,是指赚取租金或资本增值,或两者兼有而持有的房地产。投资性房地产应当能够单独计量和出售。投资性房地产包括的内容为:已出租的土地使用权;长期持有并准备增值后转让的土地使用权;企业拥有并已出租的建筑物,不包括自用房地产,即为生产商品、提供劳务或者经营管理而持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有的房地产，也不包括作为存货的房地产。

对于房产，根据用途的不同可作不同的处置，即企业获得一项房地产可能有三种处置目的。这三种目的对应的财务处理分别是：自用，进入固定资产科目；出租，进入投资性房地产；销售，进入存货。

新准则在保留房地产企业原成本核算模式的基础上，同时引进了公允价值概念，能较真实地反映投资性房地产业务的现时租金收入，以及现时市场情况假设未来租赁可获得的租金收入。但有条件制约，不符合的仍采用成本法核算。

有确凿证据表明投资性房地产的公允价值能够持续可靠地取得，则可以对投资性房地产采用公允价值模式进行后续计量：(1)投资性房地产所在地有活跃的房地产交易市场；(2)企业能够从房地产交易市场上取得同类或类似房地产的市场价格及其他相关信息，从而对投资性房地产的公允价值作出合理的估计。

投资性房地产计量模式一经确定，不得随意变更，从成本模式转为公允价值模式，视为会计政策变更，采用公允价值模式计量的，不得转回成本模式计量。

投资性房地产不计提折旧或进行摊销，期末以资产负债表日投资性房地产的公允价值为基础调整其账面价值，公允价值与原账面价值之间的差额计入当期损益。投资性房地产影响主要体现在出租物业较多的公司，如园区类企业及商业写字楼出租企业，尤其是想通过租金收入来获得长期收益，并改善其财务状况的上市公司，由于其一般都符合公允价值计量模式前提条件，所有这类企业一旦使用公允价值，不但不再需要提取折旧，而且其公允价值的增值部分将马上在当期确认为收益，会使这类上市公司的财务指标出现“过山车”现象。

以香港老牌地产公司——太古公司为例，在执行与国际会计准则 40 号——《投资性房地产》基本一致的香港会计准则第 40 号——《投资物业》并追溯调整后，2004 上半年度的净利润增加了 7 400 万元港币，而 2004 年度净利润增加了 122 亿元港币。

可见，新准则的实施可能在短期内对园区性上市公司的盈利产生重大影

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

响，如上海的金桥、陆家嘴、张江和外高桥，北京的金融街，南京的高科、苏州高新和武汉的东湖高新等。2007年一季度持有投资性房地产最多的50家上市公司见本节后附三。

附一：2007年一季度交易性金融资产前50名(见表2.11)

表2.11 2007年一季度持有交易性金融资产前50家上市公司 单位：亿元

序号	代码	名称	交易性金融资产
1	601318	中国平安	975.1
2	601398	工商银行	425.2
3	601628	中国人寿	389.2
4	601166	兴业银行	147.0
5	600036	招商银行	104.4
6	600019	宝钢股份	24.1
7	600030	中信证券	21.1
8	600015	华夏银行	17.2
9	600016	民生银行	16.9
10	000562	宏源证券	11.4
11	000039	中集集团	5.3
12	600104	上海汽车	4.5
13	000541	佛山照明	4.4
14	600380	健康元	3.8
15	600177	雅戈尔	2.9
16	600827	友谊股份	2.6
17	600109	成都建投	2.6
18	600839	四川长虹	2.1
19	600011	华能国际	2.1
20	000513	丽珠集团	2.1
21	600008	首创股份	1.9

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

序号	代　码	名　称	交易性金融资产
22	600031	三一重工	1.8
23	000919	金陵药业	1.8
24	600026	中海发展	1.8
25	000917	电广传媒	1.6
26	600640	中卫国脉	1.6
27	601111	中国国航	1.5
28	600588	用友软件	1.4
29	000636	风华高科	1.2
30	600410	华胜天成	1.2
31	600895	张江高科	1.0
32	000916	华北高速	0.9
33	600249	两面针	0.9
34	600479	千金药业	0.9
35	600166	福田汽车	0.8
36	000903	云内动力	0.8
37	600739	辽宁成大	0.8
38	000062	深圳华强	0.8
39	600401	江苏申龙	0.8
40	600561	江西长运	0.8
41	000594	天津宏峰	0.7
42	600066	宇通客车	0.7
43	600006	东风汽车	0.7
44	000608	阳光股份	0.7
45	600309	烟台万华	0.7
46	600570	恒生电子	0.7
47	600637	广电信息	0.6
48	000821	京山轻机	0.6
49	000032	力合股份	0.6
50	000597	东北制药	0.6

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附二:2007 年一季度可供出售金融资产前 50 名(见表 2.12)

表 2.12 2007 年一季度可供出售金融资产前 50 名上市公司 单位:亿元

序号	代 码	名 称	可供出售金融资产
1	601988	中国银行	8 942.1
2	601398	工商银行	4 484.2
3	601628	中国人寿	2 581.7
4	601166	兴业银行	1 264.2
5	600036	招商银行	1 251.2
6	601318	中国平安	1 000.1
7	600016	民生银行	544.9
8	000001	S深发展A	213.0
9	600900	长江电力	83.7
10	600030	中信证券	61.2
11	600104	上海汽车	45.7
12	600177	雅戈尔	40.1
13	600015	华夏银行	23.2
14	600864	岁宝热电	22.9
15	601991	大唐发电	21.5
16	600291	西水股份	20.7
17	600011	华能国际	19.4
18	600741	巴士股份	18.5
19	600249	两面针	17.2
20	000039	中集集团	15.1
21	600064	南京高科	14.4
22	600191	华资实业	11.8
23	000090	深天健	11.5
24	600802	福建水泥	8.7

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

序号	代　码	名　称	可供出售金融资产
25	600066	宇通客车	7.7
26	600270	外运发展	6.3
27	600106	重庆路桥	5.0
28	600163	福建南纸	4.9
29	600895	张江高科	4.7
30	600649	原水股份	4.3
31	600611	大众交通	4.2
32	000932	华菱管线	4.1
33	600109	成都建投	4.1
34	600051	宁波联合	4.0
35	000690	宝新能源	3.7
36	600098	广州控股	3.6
37	600747	大显股份	3.1
38	000042	深长城	2.7
39	600685	广船国际	2.5
40	600019	宝钢股份	2.5
41	600408	安泰集团	2.3
42	600819	耀皮玻璃	2.2
43	000031	中粮地产	2.0
44	600642	申能股份	2.0
45	600056	中技贸易	2.0
46	000009	S深宝安A	2.0
47	600283	钱江水利	1.9
48	600861	北京城乡	1.8
49	000563	陕国投A	1.7
50	000816	江淮动力	1.6

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附三:2007 年一季度投资性房地产最多的前 50 家上市公司(见表 2.13)

表 2.13 2007 年一季度投资性房地产最多的前 50 家上市公司

单位:亿元

序号	代 码	名 称	投资性房地产
1	601318	中国平安	35.13
2	600639	浦东金桥	34.6
3	600895	张江高科	28.5
4	600007	中国国贸	23.9
5	600638	新黄浦	17.5
6	000024	招商地产	15.8
7	600256	广汇股份	13.8
8	600790	轻纺城	13.1
9	000897	津滨发展	12.1
10	600827	友谊股份	11.7
11	600872	中炬高新	11.6
12	600824	益民百货	11.0
13	600663	陆家嘴	8.8
14	000031	中粮地产	8.5
15	000608	阳光股份	8.3
16	000029	深深房 A	8.1
17	600881	亚泰集团	7.8
18	600018	上港集团	7.6
19	600675	中华企业	6.9
20	601588	北辰实业	6.4
21	000301	丝绸股份	6.1
22	600637	广电信息	5.9
23	600648	外高桥	5.9
24	000785	武汉中商	5.7
25	600861	北京城乡	5.5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

序号	代 码	名 称	投资性房地产
26	000042	深长城	5.4
27	000657	中钨高新	5.2
28	600688	S上石化	5.1
29	600080	*ST金花	4.8
30	000402	金融街	4.5
31	000008	*ST赛格	4.5
32	600266	北京城建	4.5
33	000712	锦龙股份	4.4
34	000001	S深发展A	4.4
35	000573	粤宏远A	4.3
36	600748	上实发展	4.2
37	600653	申华控股	4.2
38	600877	中国嘉陵	4.1
39	600683	银泰股份	4.0
40	600082	海泰发展	4.0
41	000632	三木集团	3.8
42	600693	东百集团	3.8
43	600247	物华股份	3.7
44	000061	农产品	3.7
45	000002	万科A	3.6
46	000797	中国武夷	3.5
47	600263	路桥建设	3.5
48	600221	海南航空	3.5
49	000527	美的电器	3.3
50	000040	深鸿基	3.2

3. 增值中国：新会计制度效应案例分析

经济发展的规律表明，制度变革是催生经济增长的强大内生动力。由于旧会计准则完全忽略了金融资产和投资性房地产的潜在增值价值，这两类资产在旧会计准则中只能以成本法计价，因此很多拥有这两类资产的上市公司其价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

被人为地低估，同时由于旧会计准则过分偏重考量企业的经营能力，而忽略了企业作为法人的理财机能，抑制了企业的理财动力。可以想象，在旧会计准则下，中国是很难诞生巴菲特式的伯克希尔·哈撒韦公司的，因为所有的投资收益都必须在出售后才能体现收益。在这种体制下，即使哈撒韦公司所投资的企业股价上涨再高，只要公司不出售都不会体现到哈撒韦公司的年度收益中，因此公司的账面价值就不会增长，市场上就不会有人愿意投资这家公司，巴菲特式的传奇也不会诞生。新会计准则的引入是诞生中国式巴菲特的制度基础和先决条件。

旧会计准则还有一项制度缺陷，就是过分引导公司的集约经营。在旧准则的损益表中，公司的营业收入被划分为主营收入和其他业务收入，这是计划经济遗留的产物。在计划经济条件下，国家按产品分类组建企业，强调企业的社会功能性，忽视了企业逐利性。改革开放后经营权下放给企业，许多没有市场经验的国企出现了乱决策、乱投资等这样那样的问题，使政府更进一步加强了强化主业、集约经营的经营指导思想。集约化经营一度成为市场上的主导经营理念。然而企业本身的天性是逐利，既是一个经营中心，也是一个理财中心，其最大的追求是为股东创造利润，所以在美国既有集约经营见长的微软公司，也有以多元化投资见长的伯克希尔·哈撒韦公司。在香港既有集约化经营的汇丰银行，也有多元化经营的和记黄埔。我国内地资本市场的多元化投资目前出现了一些新的苗头，部分民营企业在市场中已摸索出成功的多元化投资路子，步伐越走越快。新会计准则的引入，为催生内地的“和记黄埔”奠定了制度基础。我们来看雅戈尔的投资案例，来看新会计准则带来“增值中国”的效应及其对中国资本市场的深远影响。

在中信证券股改后，雅戈尔共持有中信证券 18 366.562 7 万股，其中 12 407.5 万股于 2006 年 8 月 15 日上市流通。执行新准则后，所持已流通的中信证券分类为可供出售的金融资产。由于雅戈尔对中信证券的持股成本仅每股 1.70 元多，而中信 2006 年最后一个交易日收盘价为 27.38 元，按已流通的 12 407.5 万股计算，雅戈尔所持这部分中信证券股权的公允价值大于账面价值 31.8 亿元，由此相应增加其股东权益 31.8 亿元（首次公允价值变动不计入收入，计入资本公积，提高净资产）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

除中信证券外，雅戈尔2006年末还持有其他4家A股上市公司的股权，包括2 838.80万股广博股份、1 442.137 5万股宜科科技(与关联企业合并持有)、逾7万股百联股份和逾6万股上海九百。但对这4笔股权投资，雅戈尔在新准则下仍按成本计量，并未将其分类为金融资产。

雅戈尔持有1.8亿股中信证券的成本约为3.2亿元，其2007年2月26日公告显示，已通过二级市场减持了约3 012万股中信证券。虽然公告没有透露具体的减持价格，但以其减持截止日2月15日前5个交易日的收盘均价计算，雅戈尔套现总额约为12亿元，已全部收回投资成本。目前雅戈尔仍持有约1.53亿股中信证券，2007年9月的市值约135亿元。

我们来看新旧准则分别对于上市公司持有的金融资产的会计处理对比(见表2.14)。

表2.14 雅戈尔(600177)新旧会计准则流动资产对比

资产负债表

2006年12月31日

编制单位：雅戈尔集团股份有限公司

单位：元

项　目	合　并	
	期末数	期初数
流动资产：		
货币资金	644 177 922.25	760 850 990.89
短期投资	0	
应收票据	5 329 152.00	5 178 970.94
应收股利	0	
应收利息	0	
应收账款	407 358 979.30	300 239 223.45
其他应收款	46 813 633.81	58 503 284.82
预付账款	1 363 296 520.49	1 232 851 831.74
应收补贴款	28 656 052.54	19 698 760.44
存货	5 465 662 278.03	3 938 063 784.05
待摊费用	11 365 223.57	13 843 723.24
一年内到期的长期债权投资		
其他流动资产		
流动资产合计	7 972 659 761.99	6 329 230 569.57

资产负债表

2006年3月31日

编制单位：雅戈尔集团股份有限公司

单位：元

项　目	合　并	
	期末余额	年初余额
流动资产：		
货币资金	872 024 771.36	661 130 759.49
交易性金融资产	298 219 821.10	
应收票据	130 252 505.48	5 329 152.00
应收账款	335 045 812.29	407 360 513.72
预付款项	1 593 168 422.92	1 374 711 744.06
应收利息	449 069.13	
应收股利		
其他应收款	124 239 202.13	99 369 768.98
存货	5 653 433 601.43	5 465 662 278.03
一年内到期的非流动资产		
其他流动资产		
流动资产合计	9 006 833 205.84	8 013 564 216.28

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从2006年12月31日老准则中看，雅戈尔流动资产中没有任何短期投资，也就是说这家公司是一个专注从事主业经营的公司，并没有在二级市场上从事过股票交易，而仅仅是一个季度后(新准则从2007年第一季度正式开始实施)，在公司的流动资产中出现了2.98亿元的交易性金融资产，即可变现的股票。那么，这些股票是从哪里来的呢？这是雅戈尔在本季度从二级市场中买入的吗？

玄机存在于新会计准则，再来对比新旧会计准则中非流动资产的情况(见表2.15)。

表2.15 雅戈尔(600177)新旧会计准则非流动资产对比

单位：元

长期投资：		
长期股权投资	971 971 059.88	955 422 888.86
长期债权投资		
长期投资合计	971 971 059.88	955 422 888.86
其中：合并价差(贷差以“—”号表示，合并报表填列)	61 981 872.83	77 076 649.44
其中：股权投资差额(贷差以“—”号表示，合并报表填列)		
固定资产：		
固定资产原价	4 971 835 469.79	4 720 786 278.92
减：累计折旧	1 196 328 224.72	919 145 036.18
固定资产净值	3 775 507 245.07	3 801 641 242.74
减：固定资产减值准备	3 317 507.47	3 317 507.47
固定资产净额	3 772 189 737.60	3 798 323 735.27
工程物资	0	62 068.05
在建工程	160 468 595.73	87 309 322.58
固定资产清理	0	
固定资产合计	3 932 658 333.33	3 885 695 125.90
无形资产及其他资产：		
无形资产	285 022 630.11	520 914 114.72
长期待摊费用	24 474 192.28	43 081 098.38
股权分置流通权	10 203 295.89	10 203 295.89
其他长期资产		
无形资产及其他资产合计	319 700 118.28	574 198 508.99
递延税项：		
递延税款借项		
资产总计	13 196 989 273.48	11 744 547 093.32

单位：元

非流动资产：		
可供出售金融资产	4 005 765 326.55	3 397 173 500.00
持有至到期投资		
长期应收款		
长期股权投资	683 799 656.51	671 969 304.57
投资性房地产		
固定资产	3 625 648 274.47	3 661 558 581.75
在建工程	80 888 442.23	160 468 595.73
工程物资	71 269 142.57	
固定资产清理	21 652.43	
生产性生物资产		
油气资产		
无形资产	395 814 885.91	396 353 215.94
开发支出		
商誉	36 414 021.26	36 414 021.26
长期待摊费用	6 695 622.90	24 485 002.28
递延所得税资产	235 284 329.66	265 166 562.67
其他非流动资产		
非流动资产合计	9 141 601 354.49	8 613 588 784.20
资产总计	18 148 434 560.33	16 627 153 000.48

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从新旧会计准则非流动资产对比中可以看出在旧会计准则中，雅戈尔对中信证券的1.8亿股(成本价为3.2亿元)的投资记录在长期股权投资这个科目下，并且被混同于公司9.7亿元的长期股权投资当中，无法区分哪些是可以在市场上自由交易的股权，哪些是参股与主业相关的长期投资。新会计准则中的“长期股权投资科目”虽然名称与老准则一致，但其实质性意义已经改变，可供在二级市场上交易的股权投资已从原来的长期股权投资中拆分出来，部分放入可供出售金融资产中，即表中新准则中标出的40亿元。

可见，在旧会计准则下被湮没于长期股权投资中的1.8亿股中信证券的股权在新准则下终于发出了金子的光辉。从数据上看，老准则下9.7亿元的长期股权投资，在新准则下变成了将近60亿元的资产(2.98亿元交易性金融资产，40亿元可供出售金融资产，6.8亿元长期股权投资和11亿元减持3 000万股中信证券的投资收益)，仅仅是相隔一个季度(2006年末到2007年一季度)，其增值率达到556%。可以看出，在旧准则中，公司资产价值被人为地压低了，如果有外资与雅戈尔按老准则中净资产评估为基础组建合资企业，肯定是外资占了便宜。新准则的导入为上市公司深藏不露的长期股权投资打开了增值的空间，为企业理财消除了制度障碍。新会计准则是长期“增值中国”的制度基础。

根据2007年10月财政部国家税务总局发布的通知，上市公司未变现的金融资产不缴纳所得税，只有在变现后才缴税，这种制度安排已完全同国际接轨。当前中国已经具备了巴菲特式伯克希尔·哈撒维公司的制度基础。雅戈尔价值分析报告见附四。

附四：雅戈尔价值分析报告

李如成：大陆的李嘉诚？

（本报告发布于2007年6月14日）

一、公司主营业务收入保持持续增长

从2002年末到2006年末，公司主营收入从25亿元上升到60亿元左右，主

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业收入保持了强劲的增长势头。

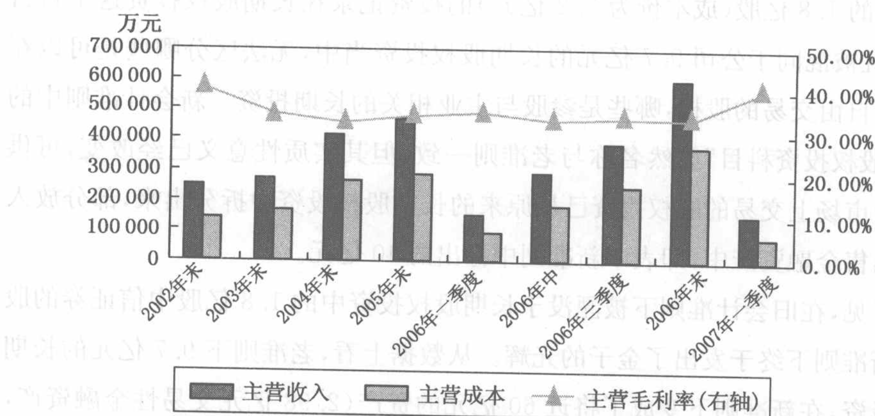


图 2.2 雅戈尔(600177)2002 年至 2007 年一季度主营收入及成本

二、股改第一受益股并非单纯炒作

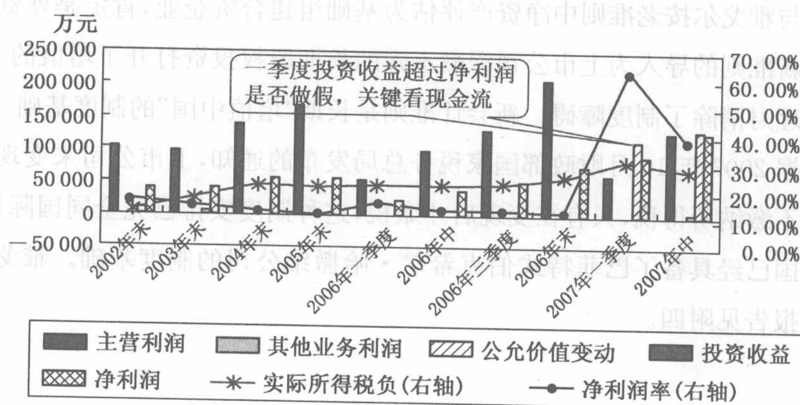


图 2.3 雅戈尔(600177)2002 年至 2007 年一季度利润构成

雅戈尔号称股改受益第一股。2007 年一季度投资收益高达 11 亿元。已经超过其净利润，存在两种可能，要么公司当季主营业务亏损，或者公司有意借助一季度高额的投资收益隐藏主营利润。

从现金流上看，一季度筹资现金流为负 10 亿元左右，表明中信的变现的确让公司收回了资金，而经营活动现金流在 5 亿元左右，同比大幅提升，表明公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

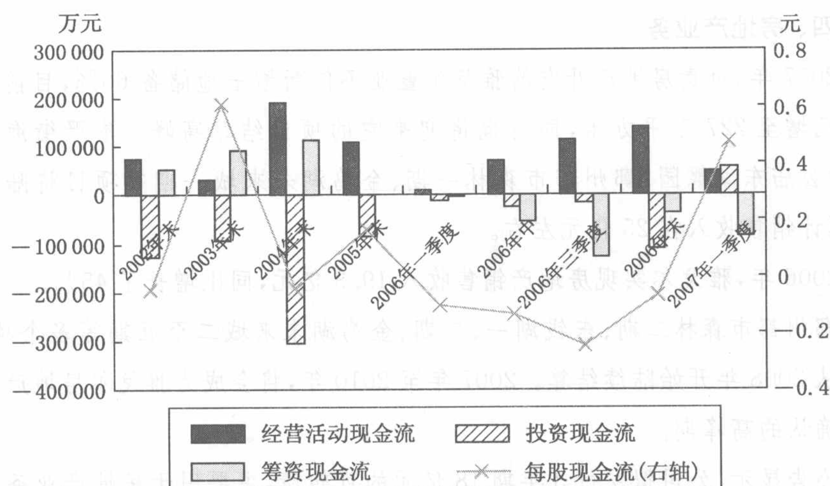


图 2.4　雅戈尔(600177)2002 年至 2007 年一季度现金流状况

一季度的主营情况并没有恶化,反而得到持续提升。从上面分析上看,公司一季度有意隐藏利润的可能性更大。

三、一季度股东集中明显

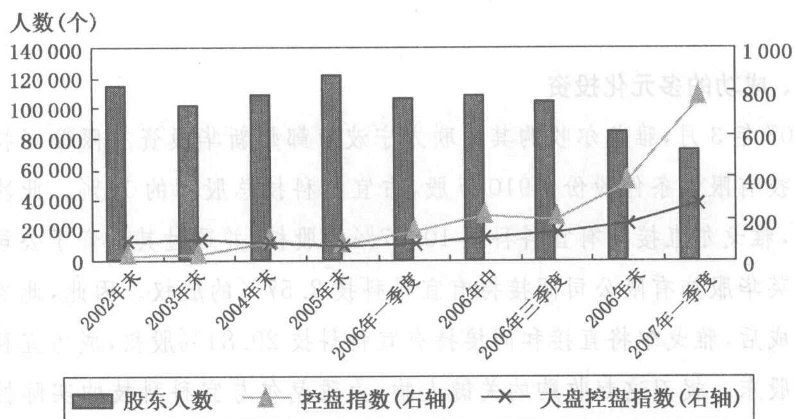


图 2.5　雅戈尔(600177)2002 年至 2007 年一季度控盘指数

从控盘指数上看,2006 年一季度开始,公司开始获得市场关注,控盘程度开始上升,其股价也正是从 2006 年一季度开始启动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、房地产业务

2007年，负责房地产开发的雅戈尔置业不仅新增土地储备60%，目前土地储备已增至227万平方米，同时也将迎来它的项目结算高峰。华严街海景花园、钟公庙东湖馨园、鄞州都市森林一期、金鸡湖未来城一期等项目将陆续结算，预计销售收入在25亿元左右。

2006年，雅戈尔实现房地产销售收入19.3亿元，同比增长了45%。

鄞州都市森林二期、东钱湖一、二期、金鸡湖未来城二至五期等多个项目，也将从2008年开始陆续结算。2007年至2010年，将会成为雅戈尔房地产项目销售确认的高峰期。

公告显示，公司拟发行3年期18亿元的可转债，主要用于房地产业务的拓展。这一公告披露后不久，雅戈尔计划将房地产业务分拆上市的消息开始流传，分拆更利于公司向全国性房地产品牌企业进军(公司发债计划已于2007年9月4日公告被否决——作者注)。

雅戈尔虽然是做服装出身的，但它的不同业务都是由不同的团队在运作。以负责房地产业务的雅戈尔置业为例，完全是由具有房地产行业背景的专业团队在独立操作。

五、成功的多元化投资

2007年3月，雅戈尔收购其关联方宁波市鄞州新华投资有限公司持有的宜科科技有限售条件股份1 910万股，占宜科科技总股本的17%。此次股权收购前，雅戈尔直接持有宜科科技10.27%的股权，并通过其全资子公司宁波市鄞州英华服饰有限公司间接持有宜科科技2.57%的股权。因此，此次股权收购完成后，雅戈尔将直接和间接持有宜科科技29.84%股权，成为宜科科技的控股股东。捉刀这起收购的关键人物，为雅戈尔与宜科科技的实际控制人李如成。

雅戈尔目前持有2 838.80万股广博股份，并持有中信证券、天一证券。雅戈尔还持有1.79亿股宁波市商业银行的股权，投资成本1.01元。而2005年新加坡华侨银行以战略投资者身份入股该银行的价格就为2.28元/股，且该行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正在进行积极的上市准备(本报告发布日尚未上市，宁波银行已于2007年7月19日上市——作者注)。雅戈尔还持有中基外贸20%的股权，每股成本1.25元，该公司也已通过上市辅导，正在上市准备之中。

2007年1月，雅戈尔又拟出资设立宁波雅戈尔创业投资有限公司和上海雅戈尔投资有限公司，分别从事创业投资业务和与投资相关业务，均将主要从事股权投资、项目投资，其中允许上海雅戈尔投资公司可以用资产的10%来操作股票二级市场，其他全部要用于股权投资。雅戈尔还拟以自有资金出资3亿元，申购南方稳健成长基金。

李如成表示，虽然公司股权投资获利丰厚，但他自己和公司决策层坚决表示公司不做股票二级市场操作，公司的主业仍然是服装和房地产。

雅戈尔已经形成“以品牌服装为核心，股权投资与房地产为两翼”的经营构架。在选择进入某个行业的时机方面，包括股权投资和房地产等，都体现了公司管理层的前瞻性眼光，选择的时点准确，而且准备充分。

六、值得兴奋的股权投资新天地

股权投资将成为雅戈尔常态化业务。宁波雅戈尔创业投资有限公司将主要从事创业投资业务，主要考虑一些有上市计划的公司；对于还没有上市计划的公司，公司在有合理回报的前提下也会考虑投资，尤其中意一些小行业里的龙头公司。

上海雅戈尔投资有限公司，将主要从事通过定向增发等资本运作方式投资成长性好的公司。

雅戈尔计划从四个方面加以控制投资风险。首先，公司股权投资将以追求稳定收益为目标，目前主要投资对象为资源类、技术龙头类公司，并且PE估值低；其次，公司采用“跟从战术”，跟随国内外有实力的基金公司等投资机构参与投资；第三，公司持有被投资公司股权比例要达到对其产生重大影响，并派出1—2名董事进入被投资公司董事会，以求全面了解和掌握被投资公司；第四，公司将聘请职业经理人和专业团队负责此项业务，以求更好地控制风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

七、李如成——大陆的李嘉诚？

李如成，1951年生，浙江宁波人。大专文化程度，高级经济师，中共党员，第九、第十届全国人大代表。现任雅戈尔集团股份有限公司董事长兼总裁。

1958年，李如成的父亲被打成右派，全家人从繁华的上海下放到宁波的一个小镇上，小小年纪的他就尝到了底层社会的艰辛。15岁那年，初中尚未毕业，李如成便主动要求去当地的农村“插队”务农。就是这个要求，让他在那里一呆就是15年。

中共十一届三中全会以后，数千万知青陆续返城。已是而立之年的李如成来到小镇上一家不起眼的服装厂工作。就是这家小服装厂，成了李如成后来发家致富的“根据地”。

实业起家，抓住消费能力提升的第一次机会——服装。业绩：雅戈尔衬衫平均相对综合市场占有率为12.32%，已连续十二年居同行业第一位；雅戈尔西服平均相对综合市场占有率13.31%，已连续七年居同行业第一位。上游生产面料、中游制造服装、下游自组销售，建起“产供销一条龙”的庞大产业链，投资15亿元在全国各地建起了400多家专卖店，从产品经营走向品牌经营。

抓住房地产消费升级的第二次浪潮，正在拓展股权投资的新经济第三次浪潮。

发展历程和李嘉诚完全相似：产业——房地产——资本投资；具备完全的企业家精神：草根出身、实干创业、非凡眼光、善用人才、回报社会。

八、雅戈尔，大陆的和记黄埔？

实业＋地产＋多元化投资，在各个子行业都逐渐形成行业领导者，家族化＋公司化管理模式，综合实力位列全国大企业集团500强第144位。全球化视野：李如成现在每年都往美国和日本跑，雅戈尔可能会在多元化经营上走得更远。他积极寻找收购的机会，通过收购整合海外资源是迅速全球化的手段。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

九、用一生紧盯:李如成和他的雅戈尔

通过近30年的企业经营管理实践,李如成似乎摸到了企业管理的一些窍门,形成了他的“土路子”。

李如成在雅戈尔内部强调三种角色的统一:所有者、经营者和劳动者三者合一。

在挑选人才方面,李如成最看重经历。经历比学历重要,因为经历是唯一的,但没有学历,又难以提升。这就是李如成自身不断在克服的局限。

除能力之外,李如成也十分注重德行,他强调要为社会做事,而不是为自己赚钱,这几乎成了一句套话,但他说起来,却给人一种信服感。

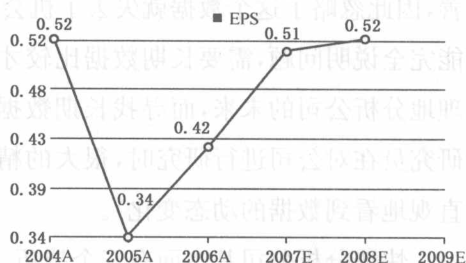
通过担任一些银行、证券公司的董事,他学到了金融方面的知识;同样,他还准备涉足更多的陌生领域。

李如成自言最大快乐就是回报社会。在2006年大陆慈善家排行榜中,李如成荣登总榜。雅戈尔集团也在2006上市公司捐赠排行榜里名列36位。

十、盈利预测

盈利预测(每股收益EPS机构预测)

	2004A	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
半年预测人数				7	5	
每股收益预测均值(元)	0.52	0.34	0.42	0.51	0.52	
预测市盈率(倍)	10.1	9.9	20.8	51.9	50.9	
预测复合增长率				50%	24%	
每股收益最高预测(元)				0.73	0.85	
每股收益最低预测(元)				0.37	0.39	
每股收益最新预测(元)				0.73	0.43	



注:年度后标A表示为实际业绩,标E表示为预测业绩,半年预测人数剔除重复作者,预测市盈率按当前股价与机构盈利预测业绩之比。

图2.6 雅戈尔(600177)2004年至2009年盈利预测

公司2007年及2008年业绩分别有7家和5家机构研究员作出了预测。从现阶段情况分析,机构对雅戈尔的预测偏于保守。

十一、风险提示

利润操纵风险:由于新会计准则对可供出售金融资产增值部分的处理先计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入净资产，待出售后转为当期利润。中信庞大的可供出售金融资产可能在未来在管理层的控制下逐步释放，将成为影响公司利润可预测性的重要因素。

4. 快速分析基本面

上市公司每年有四次定期公布的数据，还有很多次临时公告。在这些公告中蕴含大量的数据信息，这些数据是法律保障必须真实披露的数据，它们的提取利用对分析公司非常重要，但对很多人来说是一个障碍。上市公司的披露信息就像一个人的全面体检数据一样，很多值是正常值，看不出什么特别之处，它的意义就代表“一切正常”，但由于这些大量“正常”数据的存在，显得信息披露很“冗余”，有时候甚至至混淆了对异动数据的关注。另外一种情况，很多人并不了解数据的具体含义，一方面是对数据的经济含义不明白，比如说公司报表有很大的预收款，而由于不了解预收款背后对于企业而言意味着潜在的经营改善，因此忽略了这个数据就失去了机会；另外一方面，由于孤立的数据有时并不能完全说明问题，需要长期数据比较才能看到公司某种“动态”的变化，从而合理地分析公司的未来，而寻找长期数据的工作是一项费力的工作，专业机构的研究员在对公司进行研究时，很大的精力花在数据收集和合成上（通过图表更直观地看到数据的动态变化）。

快速分析公司基本面有三个技巧。一是逻辑分析：即把有内在关系的数据按照一定的分析逻辑组合起来；二是对比分析：即对比分析公司跨年度、跨季度之间的数据及行业内的对比，寻找公司基本面改善或恶化的迹象；三是图表分析。图表化分析可以更直观地把静态的数据变为动态的趋势，更利于看清走向，找到“转折”性的拐点。

逻辑分析中重点分析公司的经营要素、二级市场因素、盈利质量、资产质量及其他相关因素分析，其中最重要的是分析公司的盈利能力和资产质量。这二者是决定公司价值的根本，不同类别的分析指标和主要作用如表 2.16 所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2.16 上市公司基本面分析逻辑要素

报　告	内　容	提　示
经营要素分析	1. 公司概括 2. 业务及毛利率分析 3. 主营收入与成本分析 4. 员工结构及效率分析 5. 股本及每股收益分析	对公司经营要素的分析，了解公司基本状况（规模、盈利能力、员工效率），发掘公司抗击市场风险的能力和潜在的发展空间。
二级市场要素分析	6. 股本扩张力分析 7. 主要股东变动分析 8. 控盘状况分析	分析二级市场的波动因素，回避二级市场风险过高的公司。
盈利质量分析	9. 利润构成分析 10. 费用构成分析 11. 现金流分析 12. 经营性现金流	分析利润及管理质量，辨别经营利润中的水分因素。了解公司现金流状况，辨别账面增长却有名无实的风险企业。
资产质量分析	13. 资产状况分析 14. 流动资产 15. 应收账款账龄 16. 负债分析	辨别并回避"软资产、硬负债"，外强中干的公司。辨别利用会计政策调整做文章的公司。
其他相关分析	17. 审计意见 18. 公司重要事件	从相关因素中获得深入分析的线索。

对比分析和图表分析以雅戈尔为例说明，这些图表中的分析指标的详细解释，参见本书附录一基本面分析指标图解，雅戈尔财务精解报告见附五。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附五:雅戈尔财务精解报告

公司电话:87425136　董秘:刘新宇　地址:浙江宁波鄞县大道西段2号公司证券部

流通盘	总股本	发行数	上市日	市盈率（倍）	市净率（倍）	所属行业	截止日收盘价(元)	当日大盘收盘指数
123 171.551	222 661.169 5	5 500	1998-11-19	26.50	8.11	服装及其他纤维制品制造业	30.98	5 218.825 2
主营	服装制造、技术咨询、房地产开发、项目投资、仓储运输、针纺织品、进出口业务、电力电量及热量的销售							
更名情况	1998-11-19　雅戈尔　2006-5-16　G雅戈尔　2006-10-9　雅戈尔							

数据截止日:2007-8-31,其中:H股数量0,B股数量0,定期报告网址:http://www.youngor.com/。

注:流通盘、总股本、发行数单位为万股;市盈率、市净率为最新的中报或年报的财务数据与数据截止日收盘价的动态值。

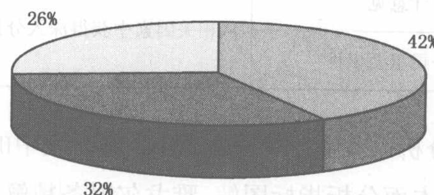
特别提示:

- 公司盈利增幅大幅优于公司收入增幅。
- 公司盈利与上年同期相比大幅提高;三年来盈利持续增长;最近一年来盈利增速上升。

注:报表日期:2007年中。

快速导读(新东风行业分类:服装)				
报告提纲	内容			
经营要素分析	1. 业务构成及毛利率	2. 主营收入及成本	3. 员工结构及效率	4. 股本及每股收益
二级市场要素分析	1. 股本扩张力	2. 三大股东	3. 控盘状况	
盈利质量分析	1. 利润构成	2. 费用构成	3. 现金流状况	
资产质量分析	1. 资产状况	2. 流动资产状况	3. 账龄及减值准备	4. 负债状况
其他相关分析	1. 审计意见	2. 公司重大事件		

1. 业务构成及毛利率

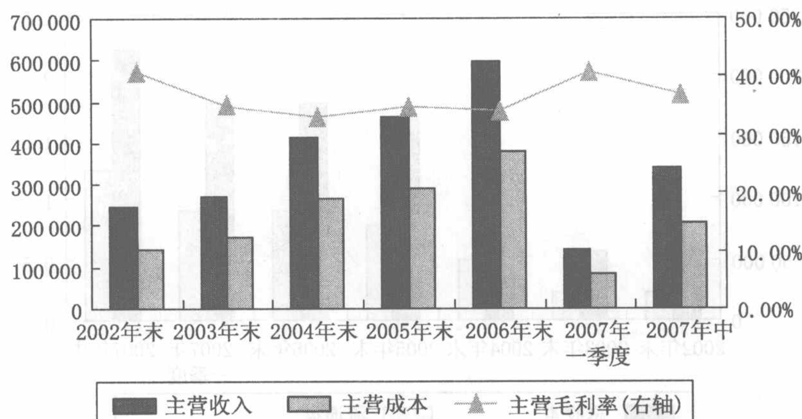


服装-毛利率:46.53%　房地产-毛利率:43.86%
纺织业-毛利率:19.01%

数据截止日:2007-6-30。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 主营收入及成本

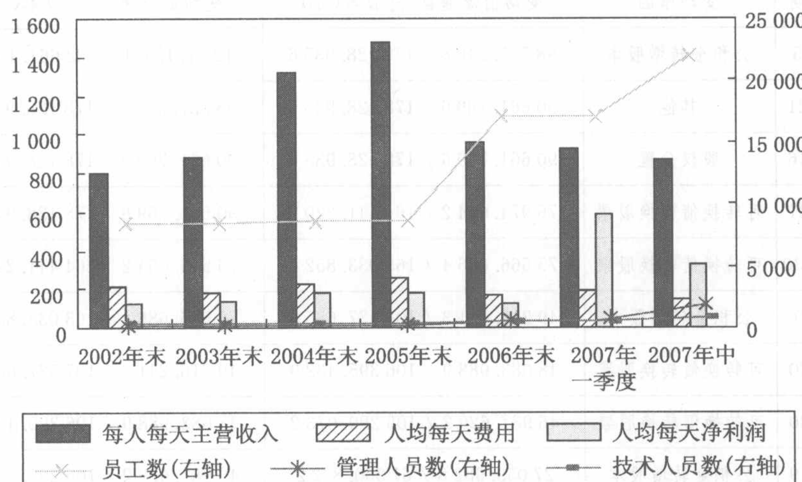


注：主营业务收入、主营业务成本单位为万元。

提示：2006 年末公司所处行业平均主营收入：151 573 万元；主营毛利率：18%（大幅优于行业）。

2006 年末 A 股平均主营收入：349 656 万元；主营毛利率：17%。

3. 员工结构及效率



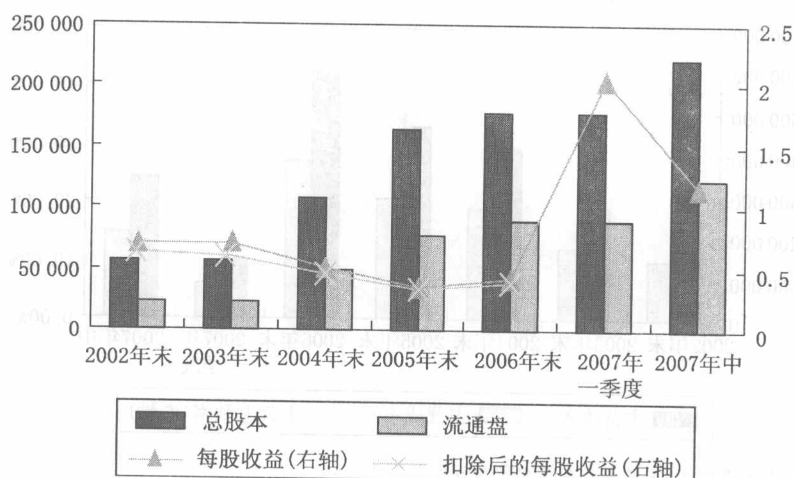
注：每人每天主营收入、人均每天费用＝(经营费用＋管理费用)/(员工数×365)、人均每天净利润单位为元，季报数据按上年公布职工人数计算。

提示：2006 年末公司所处行业平均人均每天主营收入：1 019 元（基本与行业持平）；平均人均每天净利润：37 元（大幅优于行业）。

2006 年末 A 股平均人均每天主营收入：2 619 元；平均人均每天净利润：124 元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 股本及每股收益

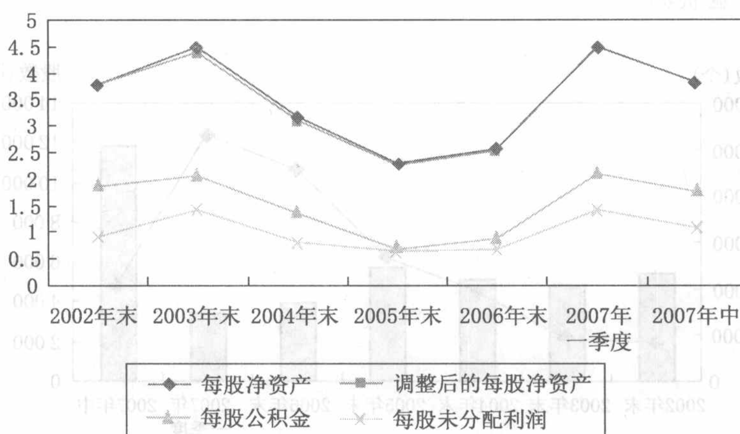


注：总股本、流通股单位为万股，每股收益单位为元。
提示：2006 年末公司所处行业平均每股收益：0.13 元（大幅优于行业）。
　　　2006 年末 A 股平均每股收益：0.15 元。
股本变动情况说明：

变动日期	变动原因	变动前流通盘/总股本(万)	变动后流通盘/总股本(万)
2007-6-5	公积金转增股本	98 537.240 8 / 178 128.935 6	123 171.551 / 222 661.169 5
2007-5-21	其他	90 661.769 6 / 178 128.935 6	98 537.240 8 / 178 128.935 6
2006-5-16	股权分置	90 661.769 6 / 178 128.935 6	90 661.769 6 / 178 128.935 6
2006-3-31	可转换债转换股票	76 974.054 2 / 164 441.220 2	90 661.769 6 / 178 128.935 6
2005-12-30	可转换债转换股票	75 566.686 4 / 163 033.852 4	76 974.054 2 / 164 441.220 2
2005-5-9	公积金转增股本	49 216.241 3 / 107 527.685 3	75 566.686 4 / 163 033.852 4
2004-9-30	可转换债转换股票	48 083.988 9 / 106 395.432 9	49 216.241 3 / 107 527.685 3
2004-6-30	可转换债转换股票	46 987.629 2 / 105 299.073 2	48 083.988 9 / 106 395.432 9
2004-4-19	公积金转增股本	27 059.982 8 / 61 360.832 2	46 987.629 2 / 105 299.073 2
2004-3-31	可转换债转换股票	22 510.057 2 / 56 810.906 6	27 059.982 8 / 61 360.832 2
2003-12-31	可转换债转换股票	22 508.655 8 / 56 809.505 2	22 510.057 2 / 56 810.906 6

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5. 股本扩张力



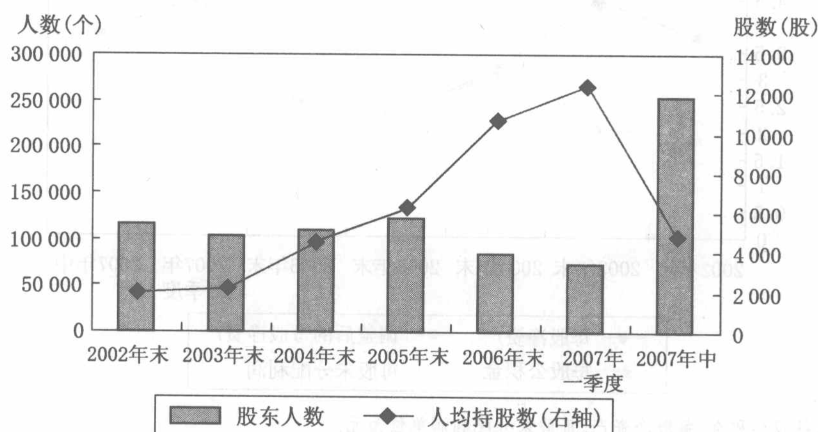
注：每股公积金、每股净资产、每股未分配利润单位为元。

6. 三大股东

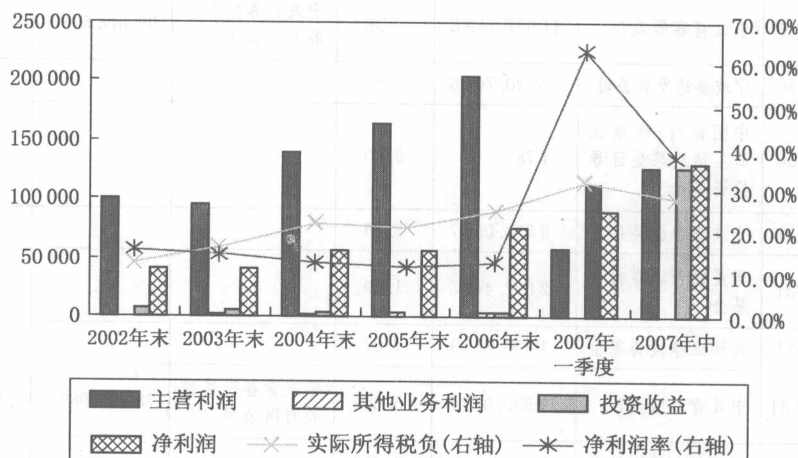
数据时间	前三名流通股东	股数(万)	股比(%)	前三名非流通股东	股数(万)	股比(%)
2007-6-30	宁波青春服装厂	11 937.599 6	5.36	宁波青春投资控股有限公司	99 489.618 5	44.68
2007-6-30	宁波盛达发展公司	2 020.762 6	0.91			
2007-6-30	中国银行-泰信优质生活股票型证券投资基金	1 787	0.80			
2007-3-31	宁波青春服装厂	9 550.069 7	5.36			
2007-3-31	华夏成长证券投资基金	2 827.441 8	1.59			
2007-3-31	兴和证券投资基金	1 900.885 1	1.07			
2006-12-31	宁波青春服装厂	9 550.069 7	5.36	宁波青春投资控股有限公司	78 400.989	44.01
2006-12-31	宁波青春投资控股有限公司股权分置改革权证行权专用证券账户	9 066.177	5.09			
2006-12-31	国泰君安证券股份有限公司	1 800	1.01			

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7. 控盘状况



8. 利润构成



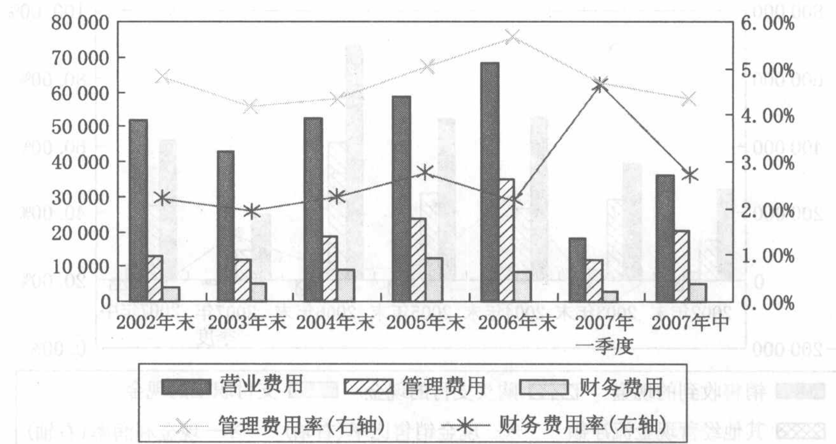
注：主营利润、其他业务利润、投资收益、净利润单位为万元。

提示：2006年末公司所处行业平均净利润：5 487万元；平均实际所得税率：33%；平均净利润率：4%（大幅优于行业）。

2006年末A股平均净利润：16 564万元；平均实际所得税率：28%；平均净利润率：5%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9. 费用构成



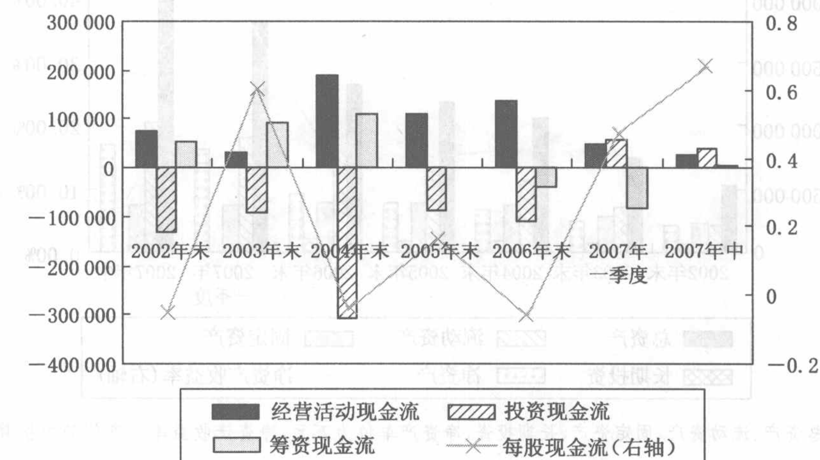
注：营业费用、管理费用、财务费用单位为万元，管理费用率＝管理费用/(主营业务收入＋营业外收入＋补贴收入＋投资收益)；

财务费用率＝财务费用/(短期借款＋应付票据＋一年内到期的长期负债＋长期负债)，财务费用率季度值简单折算成年度值。

提示：2006年末公司所处行业平均管理费用率：6%(基本与行业持平)；平均财务费用率：3%(大幅优于行业)。

2006年末A股平均管理费用率：5%；平均财务费用率：3%。

10. 现金流状况



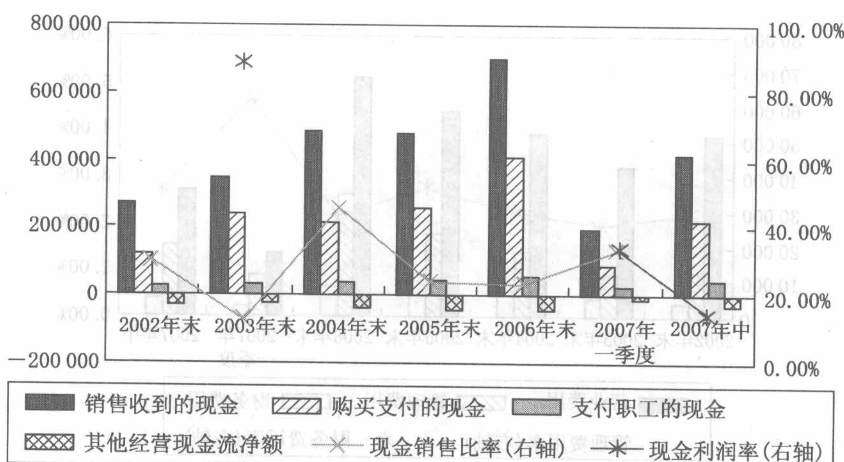
注：经营活动现金流、投资现金流、筹资现金流单位为万元，每股现金流单位为元，每股现金流季度值简单折算成年度值。

提示：2006年末公司所处行业平均经营活动现金流：16 847万元。

2006年末A股平均经营活动现金流：36 100万元。

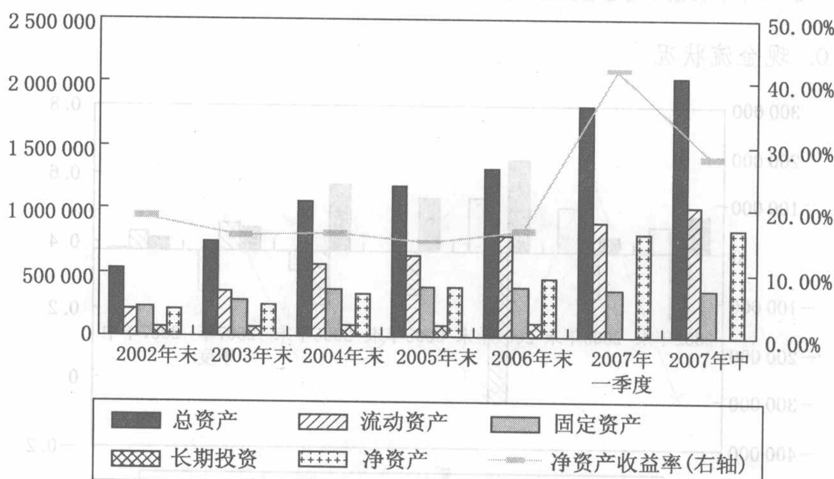
其中：经营现金流

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



注：单位为万元，现金销售比率＝经营现金流净额/主营业务收入，现金利润率＝经营现金流净额/营业利润。

11. 资产状况



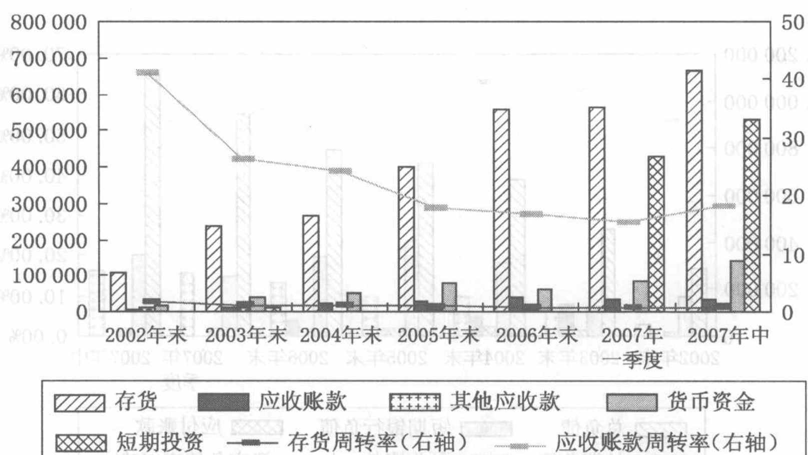
注：总资产、流动资产、固定资产、长期投资、净资产单位为万元，净资产收益率季度值简单折算成年度值。

提示：2006年末公司所处行业平均净资产收益率：5%(大幅优于行业)。

2006年末A股平均净资产收益率：9%。

其中：流动资产状况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

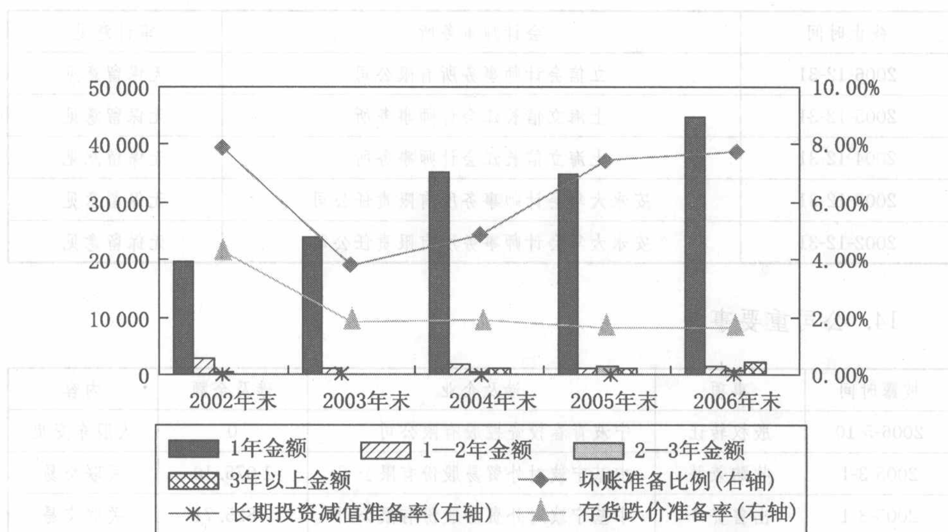


注：存货、应收账款、其他应收款、货币资金、短期投资单位为万元，存货周转率、应收账款周转率季度值简单折算成年度值。

提示：2006 年末公司所处行业平均存货周转率：2.13（大幅劣于行业）；平均应收账款周转率：13.31（优于行业）。

2006 年末 A 股平均存货周转率：4.80；平均应收账款周转率：15.06。

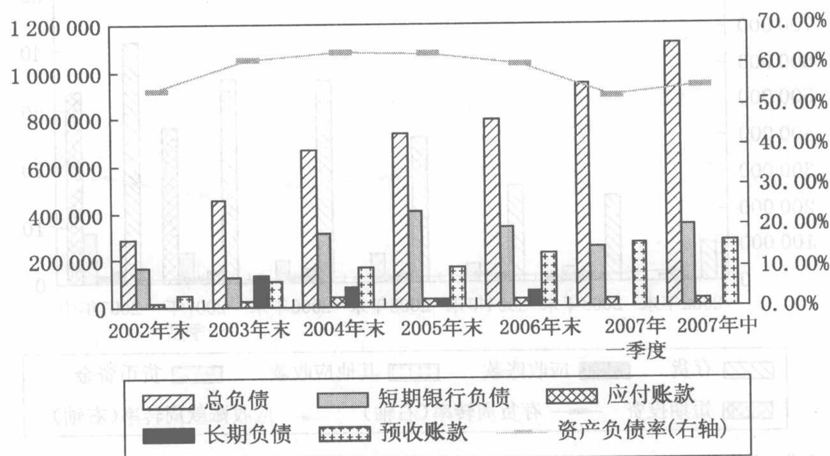
其中：应收款账龄（包括应收账款及其他应收款）、长期投资减值准备率、存货跌价准备率。



注：应收款单位为万元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

12. 负债状况



注：总负债、短期银行负债、应付账款、长期负债单位为万元，短期银行负债＝短期借款＋应付票据＋一年到期长期负债。

提示：2006 年末公司所处行业平均资产负债率：60%。
　　　2006 年末 A 股平均资产负债率：66%。

13. 审计意见

截止时间	会计师事务所	审计意见
2006-12-31	立信会计师事务所有限公司	无保留意见
2005-12-31	上海立信长江会计师事务所	无保留意见
2004-12-31	上海立信长江会计师事务所	无保留意见
2003-12-31	安永大华会计师事务所有限责任公司	无保留意见
2002-12-31	安永大华会计师事务所有限责任公司	无保留意见

14. 公司重要事件

披露时间	事项	涉及企业	涉及金额	内容
2006-5-10	股权转让	宁波青春投资控股有限公司	0	大股东变更
2005-3-1	收购兼并	中基宁波对外贸易股份有限公司	1 075.10	关联交易
2005-3-1	出售资产	中基宁波对外贸易股份有限公司	825.71	关联交易
2004-10-19	出售资产	中基宁波对外贸易股份有限公司	2 776.37	关联交易

注：披露时间均为第一披露时间，涉及金额单位为万元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、价值分析重要指标

分析公司基本面和价值时会涉及很多指标。这些指标一般有五大类，分别涉及公司的成长、价值、行业、持有机构及市场表现统计分析的指标。这些指标专业而繁杂(大约在200—300个之间)，但各有各的作用，类似于医院中的体检指标需要具备一定知识才能理解，正是因为这种门槛成了挡住很多投资者的一道道拦路虎，使很多人不得其门而入。这些指标有的是基本指标，如净利润、毛利率等，这些是必须掌握的；有的是在这些指标基础上的衍生指标，是在实际使用时比较方便的，如净利润的同比、环比增长、三年复合增长、增长稳定性等。下面将重点介绍价值分析的基础指标，并有针对性地将这些指标融入投资的选股策略，使大家能更好地透过数据把握公司的价值。

1. 净利润

净利润是企业利润总额扣除所得税后的余额。公司的利润既来源于公司营业收入，也来自于与营业收入无关的投资性收益、补贴收入等(见图3.1)。公司能够创造利润，这是公司具有价值的根本原因，因此净利润是分析企业价值的最重要指标。对分析公司价值而言，净利润比每股收益更为重要，因为净利润具有可比性，能充分地体现公司的成长性，而每股收益指标由于股本变化等因素，往往不具备可比性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

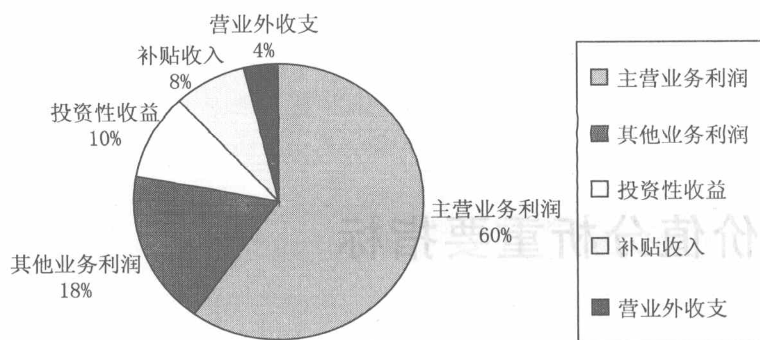


图 3.1 净利润来源示意图

除了静态地审视公司净利润的大小，更应该动态地看待净利润的变化。例如，两个公司都是 1 亿元的净利润，A 公司是从 5 000 万元上升到 1 亿元，而 B 公司是从 2 亿元下降到 1 亿元，那么市场上受到追捧的肯定是 A 公司，遭到抛弃的肯定是 B 公司；之所以产生这种结果，是由于 A 公司是在改善，B 公司是在恶化。价值投资追求的是不断改善的成长，而对于研判价值而言，所有基于现实的分析只是为预测未来的状况奠定基础，对于价值的判断，最重要、最难以把握的是未来。

相对于股价频繁而又变化莫测的日常波动而言，公司收入和利润变化更具有可预测性。公司的利润增长的来源，无外乎以下四个方面：一是公司内生增长，包括公司销售增加、产能扩大、产量提升、新品投产、管理改善、成本降低等因素导致公司净利润增长；二是收购兼并、资产注入、并购重组等产生的外延增长；三是行业复苏导致的周期增长；四是政策环境改变及宏观经济增长导致的盈利提升。这四种因素单独或复合作用的结果导致公司当前和未来预期利润上升，才会带动市场股价的上升，上述四种因素的最后结果都会反映到公司的利润变化中，因此通过对公司利润的分析来预期未来才显得尤为重要。

净利润的变化对股价的影响有两种效果：一种是转折性效果，即扭转股价变动的趋势，由于利润的转折性变化，导致股价由跌到涨或由涨转跌；第二种效果是推动性效果，即由于净利润的持续上升或持续下降导致股价持续上涨或持续下跌。我们分别看两个案例。

首先来看中信证券。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

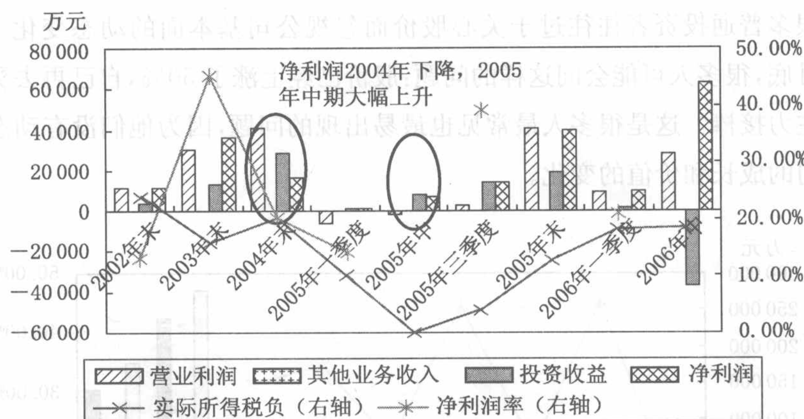


图 3.2　中信证券(600030)2002 年至 2006 年二季度利润构成

在关于中信证券的图 3.2 中，体现了公司利润由好到坏到达低谷，又由低谷发生转折逐步攀升的过程。2003 年是中信证券上市的第一年，当年净利润接近 4 亿元，2004 年随证券市场持续走熊公司净利润明显大幅下降。这一年，中信的股价处于持续下降的通道中，从 2004 年一季度到 2005 年一季度公司股价最大跌幅超过 50%，即下跌一半还多。2005 年一季度是明显的低谷，该季度反映出公司的净利润虽然没有亏损，但其营业利润已出现亏损。2005 年中期是公司走出低谷的转折点，该季度公司净利润出现大幅回升，公司股价也大幅上升约 50%(见图 3.3)。

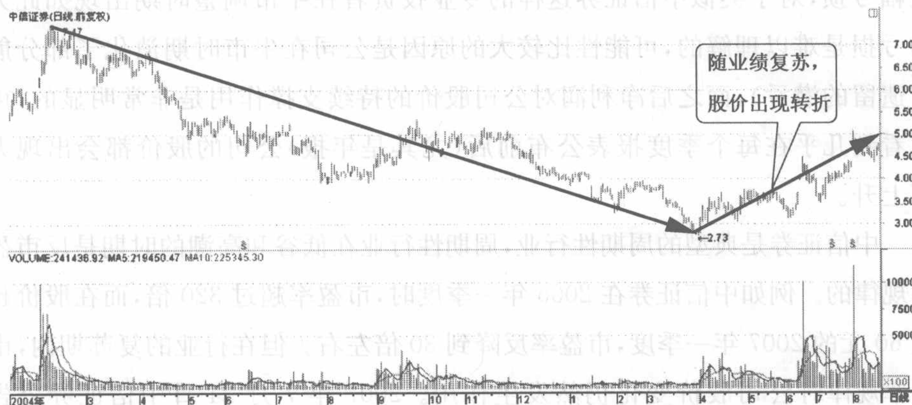


图 3.3　中信证券(600030)2004 年 1 月至 2005 年 8 月日 K 线

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很多普通投资者往往过于关心股价而忽视公司基本面的动态变化。2005年8月底，很多人可能会问这样的问题：股价已经上涨了50%，自己再去买会不会为主力接棒？这是很多人最常见也最易出现的问题，因为他们没有动态地看待公司的成长和价值的变化。

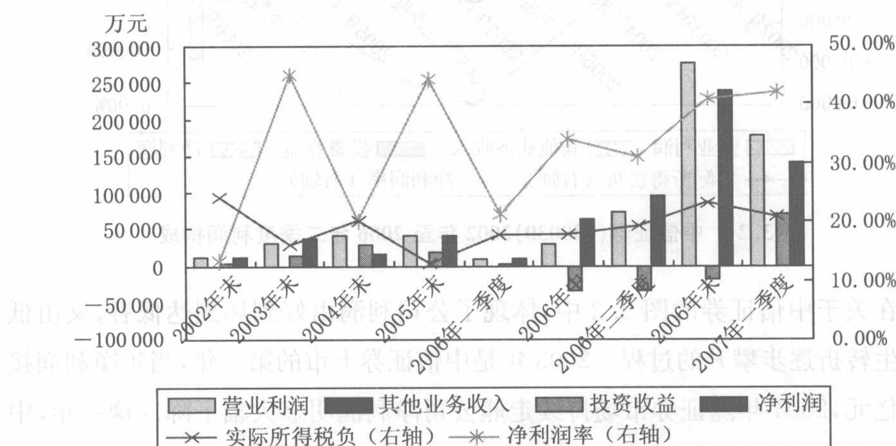


图 3.4 中信证券(600030)2007 年一季度利润构成

从2005年二季度之后，中信证券每季度净利润同比都持续大幅增长，从图3.4中还可以看出，在2006年中期和三季度，中信证券还利用营业收入大幅增长的时机，消化了历史遗留的投资亏损问题（这两个季度投资收益出现大幅亏损，对于类似中信证券这样的专业投资者在牛市调整时期出现如此大的亏损是难以理解的，可能性比较大的原因是公司在牛市时期消化了部分熊市遗留的潜亏），而之后净利润对公司股价的持续支撑作用是非常明显的，可以看到几乎在每个季度报表公布前后（尤其是年报）公司的股价都会出现大幅上升。

中信证券是典型的周期性行业，周期性行业在低谷和高潮的时期是反市盈率规律的。例如中信证券在2005年一季度时，市盈率超过320倍，而在股价超过60元的2007年一季度，市盈率反降到30倍左右。但在行业的复苏期内，市盈率规律对公司股价变化仍然发生作用。2007年7月24日中信证券公告2007年上半年利润有望增长5.5倍以上达34.5亿元之后，股价再次创出历史

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新高（见图 3.5）。

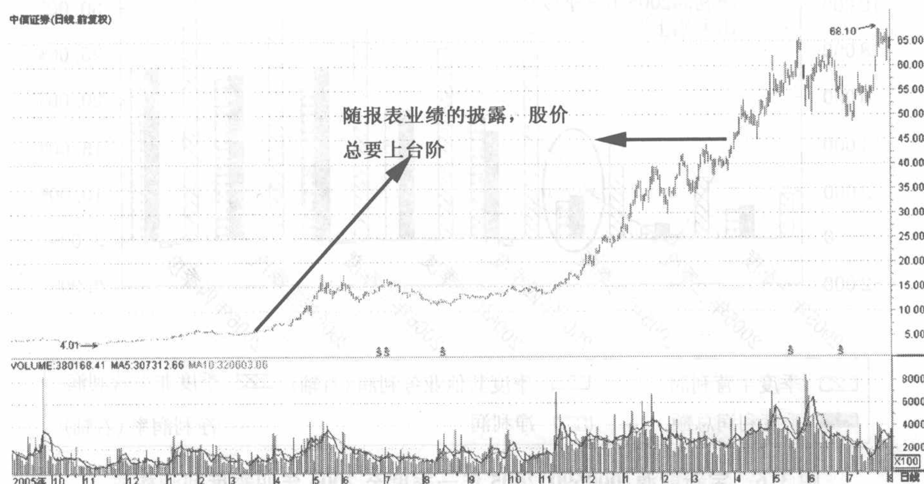


图 3.5 中信证券(600030)2005 年 9 月至 2007 年 8 月日 K 线

从 K 线上寻求公司的定价目标，这种努力不仅是徒劳的，而且是有害的，很多人由于过于看重筹码成本、主力动向等而忽视了对上市公司好坏和价值的判断，因此在投资上时常就会犯短视错误，太过于看重股价的日常波动，往往赚了芝麻，丢了西瓜。很多人都说自己曾经买过××牛股，但都是小赚即抛，就是这个原因。

从同比中分析公司净利润变动转折性或推动性效果有时候会稍显滞后。另外，由于同比采用的是各季度累计数据，因此对每个季度的实际情况并没有真实反映。为了更好地提高分析的灵敏度，还可以分析单季净利润的环比变动，便于更及时地找出拐点，这就需要对上市公司季度运营情况进行跟踪（季度跟踪详细指标见本书附录二基本面季度跟踪分析指标图解）。

其次看宝新能源。

从图 3.6 看出，宝新能源在 2005 年三季度开始其季度利润出现了转折性的上升，而随后每季度的净利润都呈现上涨趋势，因此即使在 2005 年三季度以后买入宝新能源，可以放心地持有，一直到单季净利润增长趋于稳定为止，可以最大限度享受到公司价值提升最快的时期（见图 3.7）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

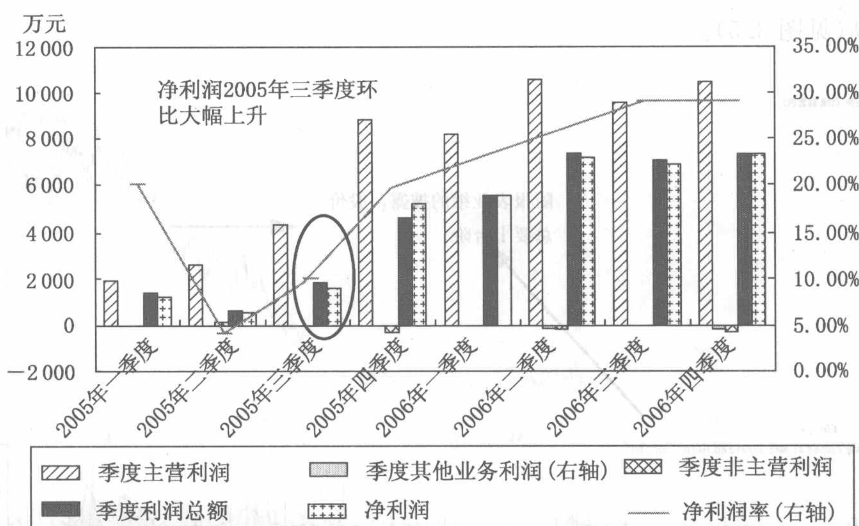


图 3.6　宝新能源(000690)2005 年一季度至 2006 年四季度利润构成

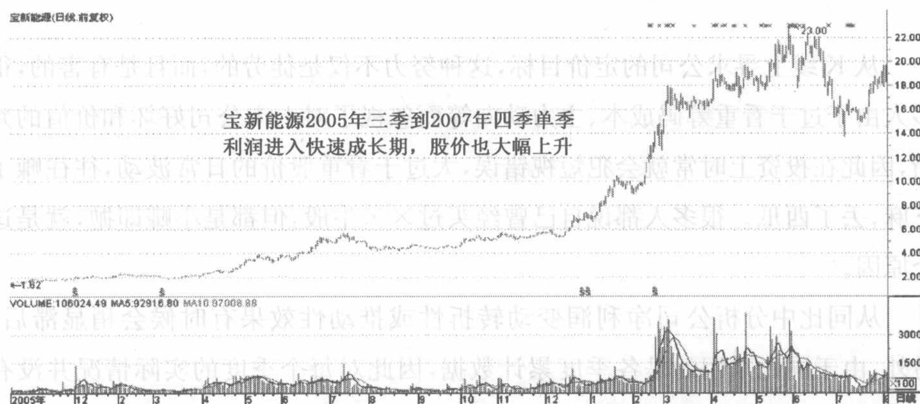


图 3.7　宝新能源(000690)2005 年 10 月至 2007 年 8 月日 K 线

环比分析具有灵敏性比较强的特点，但就如电子信号一样，敏感度太强，有时会产生很多"噪音"而不是信号。在分析单季利润环比大幅上升时，要通过逐一分析，对季节性周期比较强的公司还要采用和上年单季同比的方法，排除业绩季节性变化的影响（具体方法参见后面章节中"看周期"相关内容），找出真正出现季度拐点的公司。

2007 年中期单季净利润上升 30%且同比净利润上升最大的 30 家公司见附一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

研究公司净利润时，还要考察公司净利润长期成长的稳定性。巴菲特比较倾向考察七年以上的业绩稳定性。在A股市场中可以选取公司三年复合增长及增长的稳健性。一般说来，好的公司可以预期其将继续保持，而差的公司很难预测其何时转好，因此三年复合增长率高，并且净利润连续三年都比上年度上升的公司，更容易预测其未来的增长，大部分普通投资者适合投资这样稳健型的公司。

在研究公司净利润未来的变化趋势时，可以参考市场上大型券商研究员对公司未来一到三年的成长率预测数据（平均值），这就是公司的盈利预测。在考虑公司既往业绩增长情况，同时考虑公司未来业绩成长性的基础上，可以构造出有效的投资策略，示意如下：

稳定可预期成长选股策略：

- 净利润增长稳健度（3年持续增长）；
- 净利润同比增长率≥30%；
- 净利润三年复合增长率≥30%；
- 市盈率≤40倍；
- 一年增长率预测≥30%。

上述稳定可预期成长策略摘自笔者2007年4月26日于第一财经今日股市栏目演示内容。按此选股策略所选出的14家公司（见附二），在2007年4月26日到2007年8月25日4个月的时间中全部上涨，平均涨跌幅54.1%，上证指数同期涨跌35.6%，相对上证指数强51.8%，70%以上的公司均跑赢大盘，表明这种选股策略是有效的。

附一：2007年中期利润大幅增长的30家公司（见表3.1）

表3.1 2007年中期利润大幅增长的30家公司

序号	股票代码	股票简称	所属行业	净利润同比增长率(%)	季度净利润环比变化率(%)
1	600677	航天通信	纺织	5 112	10 009
2	600182	S佳通	轮胎橡胶	5 021	157

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

序号	股票代码	股票简称	所属行业	净利润同比增长率(%)	季度净利润环比变化率(%)
3	600837	海通证券	证券保险	3 629	47 059
4	000584	舒卡股份	纺织	3 366	698
5	601111	中国国航	航空运输	2 783	107
6	000777	中核科技	设备制造	2 528	4 760
7	600790	轻纺城	批发贸易	2 461	110
8	000562	宏源证券	证券保险	2 147	132
9	000835	四川圣达	通讯设备	2 124	158
10	000812	陕西金叶	其他制造业	1 837	1 293
11	000735	* ST 罗牛	农林牧渔	1 672	2 846
12	002019	鑫富药业	化工产品	1 473	266
13	600753	ST 冰熊	家电	1 454	204
14	600408	安泰集团	煤炭	1 449	83
15	600843	上工申贝	设备制造	1 442	217
16	000820	金城股份	纸业	1 235	1 264
17	000514	渝开发	房地产	1 232	86
18	000917	电广传媒	传媒、网络传播	1 117	57
19	600249	两面针	日用化工产品	1 083	98
20	000967	上风高科	设备制造	1 054	200
21	600746	江苏索普	化工产品	1 008	441
22	600507	长力股份	汽车零部件	992	101
23	000536	SST 闽东	电力设备制造	990	2 534
24	600570	恒生电子	计算机软件	971	86
25	600072	江南重工	设备制造	904	57
26	000623	吉林敖东	中药及保健品	870	55
27	000565	渝三峡 A	日用化工产品	846	34
28	000600	建投能源	热电	844	370
29	600739	辽宁成大	外贸	839	55
30	000593	大通燃气	百货	820	650

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附二：稳定可预期成长策略选股结果（见表3.2）

表3.2 稳定可预期成长选股策略2007年4月26日至2007年8月25日涨跌幅

序号	股票代码	股票简称	所属行业	累计涨跌幅（%）	净利润增长稳健度	净利润同比增长率（%）	净利润三年复合增长率（%）	市盈率（倍）	一年增长率预测（%）
1	000002	万科A	房地产	182.93	持续增长	60	58	33.1	38
2	600533	栖霞建设	房地产	88.08	持续增长	53	48	21.4	37
3	000060	中金岭南	有色金属	71.68	持续增长	309	166	19.1	31
4	600655	豫园商城	百货	62.70	持续增长	61	51	31.6	68
5	600309	烟台万华	化工产品	44.59	持续增长	34	53	38.5	34
6	600875	东方电机	电力设备制造	43.87	持续增长	57	193	28.1	33
7	000792	盐湖钾肥	化肥	43.68	持续增长	57	103	37.9	30
8	000762	西藏矿业	采矿	43.24	持续增长	47	96	—509.7	238
9	000755	山西三维	化工产品	36.10	持续增长	94	65	29.8	80
10	000759	武汉中百	百货	35.61	持续增长	59	55	31.6	57
11	600432	吉恩镍业	有色金属	34.02	持续增长	58	64	19.5	46
12	000028	一致药业	医药批发零售	26.90	持续增长	103	68	39.2	79
13	000869	张裕A	酒类	24.75	持续增长	42	43	36.8	33
14	600809	山西汾酒	酒类	18.80	持续增长	98	84	28.1	46

2. 收入

收入是公司利润来源的根本。旧会计准则中将公司收入分为主营业务收入和其他业务收入，新准则中则更趋同于国际会计准则将两者合并为营业收入。为方便起见，我们仍将公司营业收入称之为主营收入。收入往往是公司价值改善的重要先行指标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

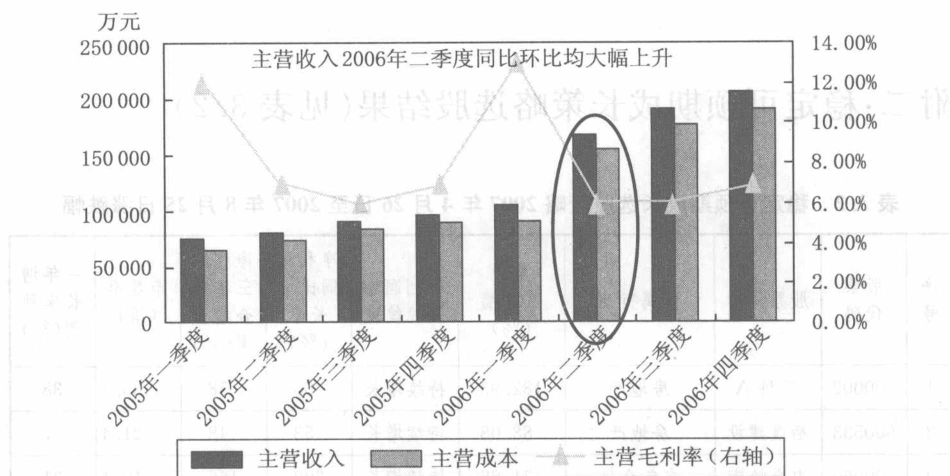


图 3.8 锌业股份(000751)2005 年一季度至 2006 年四季度主营收入及成本

从图 3.8 可以看出，2006 年二季度是公司主营收入同比和环比均大幅增长的节点，按照通常惯例每年 8 月 31 日中报公布完毕，从 2006 年 9 月 1 日往后看锌业股份，每个季度主营收入均大幅上升，表明公司基本面发生重大改善。尽管在此之前，由于股改因素刺激，公司股价已上涨 150%，但随公司基本面的持续改善，随后一年中公司股价上升了 380%（见图 3.9）。

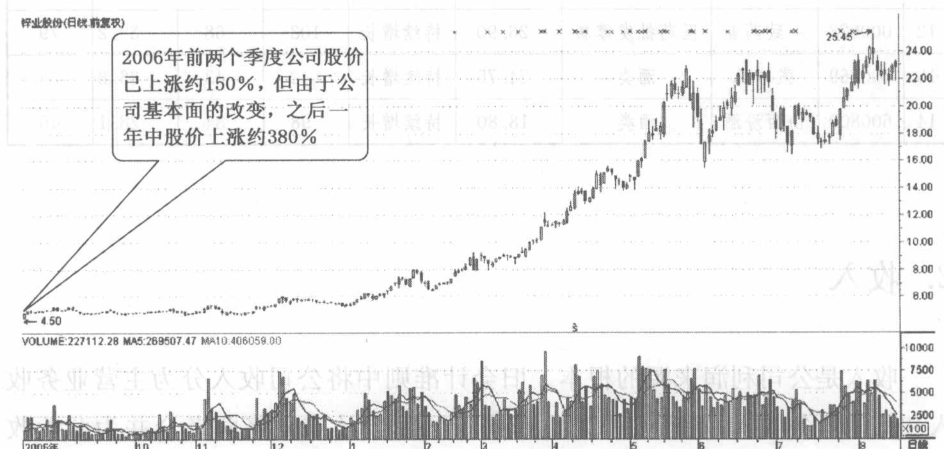


图 3.9 锌业股份(000751)2006 年 8 月至 2007 年 8 月日 K 线

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和净利润相比，收入指标显得更为“纯净”。利润是可以经过不同程度包装的，如投资收益、公允价值变动、补贴收入、营业外收入等都有可能影响净利润，在分析净利润指标时要更加小心地剔除这些偶然性因素的影响。而分析公司收入则不必考虑这些“包装”因素，银广夏、东方电子和蓝田股份对公司收入造假之后，管理层已采取了措施，处罚了当事的会计中介机构，弥补了这项系统机制缺陷，因此当前公司收入状况的可信度已大大提高。

有些行业由于各种因素的影响，其公司盈利与否往往不是由公司自身能够左右。比如航空业，由于机票价格难以完全自己定价，市场竞争激烈，国际市场油价高涨，汇率动荡等诸多原因都可以导致公司出现亏损。因此，分析公司的利润往往比较难以获取公司成长的信息，而针对公司收入的分析，即可知道在不同的市场条件下公司及其竞争对手的市场成长。

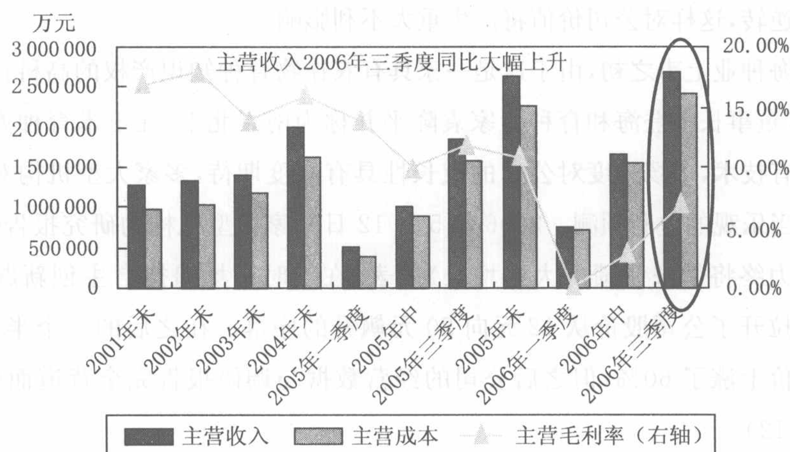


图 3.10 东方航空(600115)2001 年至 2006 年三季度主营收入及成本

从图 3.10 可以看出，东方航空的主营收入在 2006 年二季度出现大幅上升，三季度继续保持这种上升势头，三季度收入即已接近 2005 年全年收入水平。公司利润虽然保持低迷，但市场成长仍然保持很快的节奏，公司的股价在燃油附加、人民币汇率上升、电子客票推行等一系列因素刺激下开始持续上涨，2006 年 8 月之后的一年中涨幅达 425%（见图 3.11）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

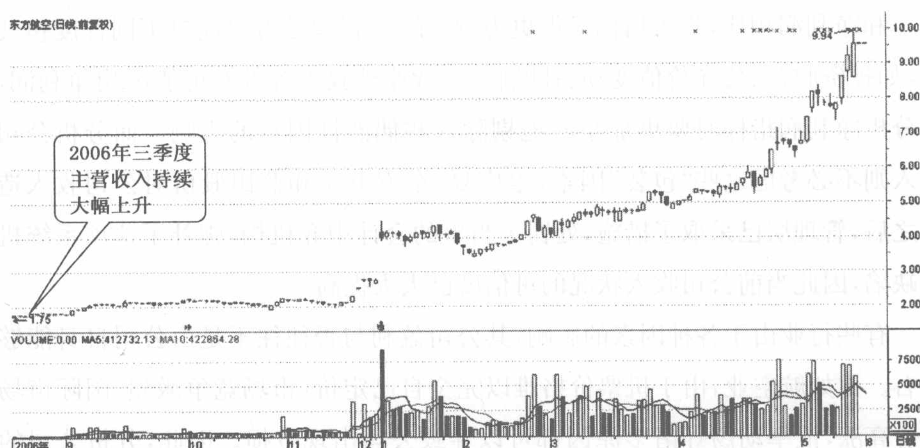


图 3.11 东方航空(600115)2006 年 8 月至 2007 年 8 月日 K 线

作为基本面的前置信号，如果公司主营收入持续下降，也表明公司基本面有可能逆转，这样对公司价值将产生重大不利影响。

登海种业上市之初，由于这是一家具有农作物育种知识产权的高科技农业公司，其董事长李登海和育种专家袁隆平并称为南袁北李，在玉米育种方面有核心专有技术，市场一度对公司的成长性具有高度期待，多家大型机构对其作出了相当乐观的盈利预测。2006 年 5 月 12 日一家大型机构的研究报告《自主创新能力终将带来业绩的大幅增长》发表，在当时市场追捧自主创新题材的氛围中拉开了公司股价从 12 元向 20 元飙升的序幕。在之后的一个半月内，公司股价上涨了 60%，但之后公司的经营数据与调研报告完全背道而驰(见下图 3.12)。

通常而言，种业公司在每年一季度是销售旺季，但从图 3.12 中发现登海种业 2006 年一季度的销售收入甚至低于 2005 年一季度，谈不上高成长，而 2006 年中期数据更进一步表明公司业绩的下降程度，和 2005 年中期相比，公司 2006 年中期销售收入大幅下降，2006 年中期和 2006 年一季度环比相比，几乎没有增加营业收入，表明公司经营出现严重问题。市场的“先知先觉”在股价达到 20 元后以连续两个跌停的方式对公司的经营恶化作出了反应，但跌停的成交量均非常有限，两天换手率不足 5%，而 7 月 13 日在公司披露“公司目前经营正常，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

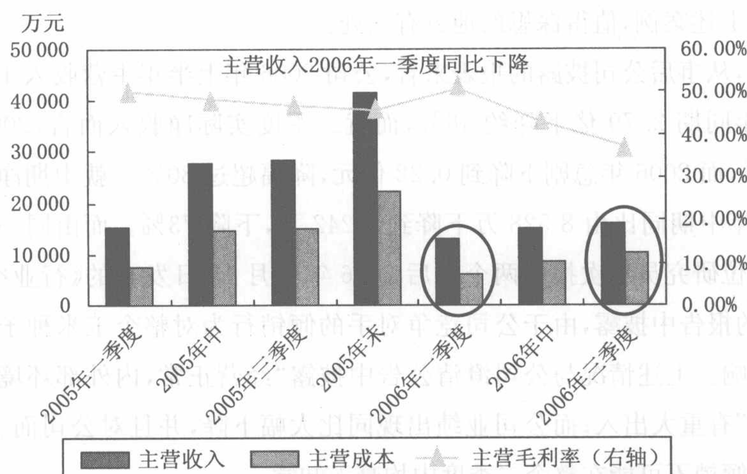


图 3.12 登海种业(002041)2005 年一季度至 2006 年三季度主营收入及成本

内外部环境均没有发生变化”的澄清公告后，当天公司成交量接近 1 000 万股，换手 17.6%，创上市以来历史天量，当天成交均价 14.3 元，之后至 2006 年 8 月 14 日公布半年报时持续下跌至 10 元左右，一个月跌幅近 30%。之后，由于公司主营收入状况持续恶化，公司股价一蹶不振，成了大牛市中远远低于市场涨幅的公司之一（见图 3.13）。

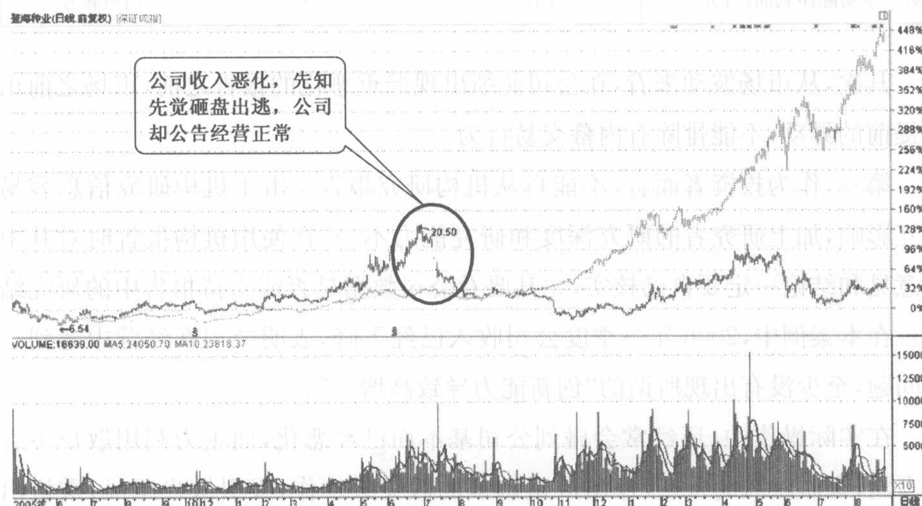


图 3.13 登海种业(002041)上市至 2007 年 8 月和深证综合指数对比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

综观上述案例，值得深思的地方有三处：

首先，从事后公司披露的报表来看，公司 2006 年上半年主营收入 1.51 亿，比 2005 年同期 2.79 亿下降约 46%，而就二季度实际净收入而言，2005 年是 1.25 亿元，而 2006 年急剧下降到 0.22 亿元，降幅超过 80%。就中期净利润而言，2006 年中期同比由 8 528 万下降到 2 242 万，下降 73%。而由同一家研究机构同一位研究员首次报告两个月后 2006 年 7 月 18 日发布的《行业突变，逆转业绩》的报告中披露，由于公司竞争对手的倾销行为对整个玉米种子市场构成重大影响。上述情况与公司澄清公告中披露“经营正常，内外部环境均没有发生变化”有重大出入；而公司业绩出现同比大幅下降，并且对公司而言，行业竞争对手倾销不可能在整个二季度中均毫无知觉。

公司 2006 年中期与 2005 年中期主要经营数据对比见表 3.3。

表 3.3 登海种业 2006 年与 2005 年中期业绩主要指标对比

	2006 年中期	2005 年中期	变化(%)
前二季累计主营收入(亿元)	1.51	2.79	−46
第二季实际主营收入(万元)	2 174	12 466	−82
前二季累计净利润(万元)	2 242	8 528	−73
第二季实际净利润(万元)	−1 765	3 089	由盈转亏

其次，从市场波动来看，在公司业绩出现严重恶化的报告之前，市场之前出现提前的异动，不能排除有内幕交易行为。

第三，作为投资者而言，不能盲从机构研究报告。由于机构研究信息容易相互影响，加上研究者的研究深度和研究能力不一，在使用机构报告时对其中的意见和结论一定要自己核实，尤其要看公司数据是否能支持报告中的研究结论。在本案例中，2006 年一季度公司收入已经下降，表明公司在经营中遇到一些问题，至少没有出现所谓的“创新能力导致高增长”。

在实际操作中，还经常会碰到公司基本面已经恶化，而主力利用散户不看基本面，喜欢跟风的特点，作出放量诱多的假突破动作，吸引散户跟风，乘机出逃(见图 3.14)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

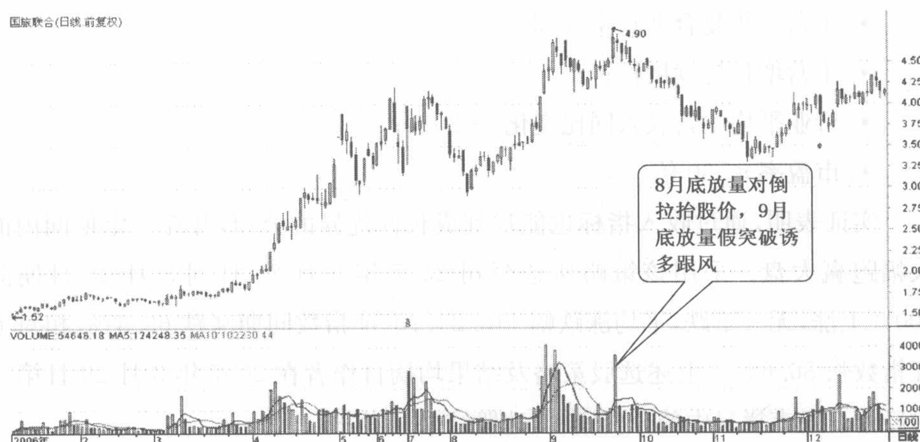


图 3.14　国旅联合(600358)2006 年度日 K 线

国旅联合 2006 年三季度主营收入变化情况见图 3.15。

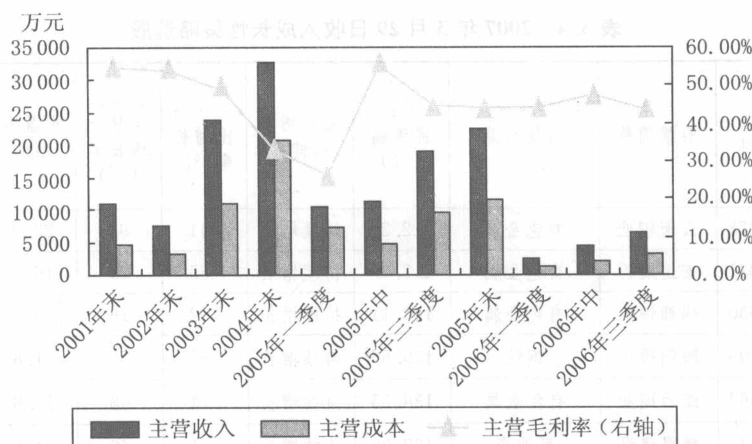


图 3.15　国旅联合(600358)2001 年至 2006 年三季度主营收入及成本

作为谨慎的投资者在看到公司 2006 年一季度的收入数据后，就应该立即去了解公司收入大幅下降的原因及对未来的影响，发现公司异常的经营情况后，首先是回避，而不是盲目参与追高。

利用公司的收入成长性，可以开发出成长性的选股策略：

- 主营同比增长率 ≥ 50%；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 主营三年复合增长率≥30%；
- 主营增长持续增长；
- 行业平均主营收入同比变化≥20%；
- 市盈率≤30倍。

实证表明，通过收入指标也能找到成长性优异的公司，并在一定期间内能大幅跑赢大盘。采用该策略所选公司2007年3月29日到8月28日期间100%上涨，无一下跌，平均涨跌幅118.2%；上证指数同期涨跌63.4%，相对上证指数强86.6%。上述选股策略及结果均摘自作者在2007年3月29日第一财经今日股市栏目中的分析资料，选股结果见附三。

附三：收入成长性策略选股结果(见表3.4)

表3.4　2007年3月29日收入成长性策略选股

序号	股票代码	股票简称	所属行业	累计涨跌幅(%)	主营增长稳健度	主营同比增长率(%)	主营三年复合增长率(%)	市盈率(倍)	行业平均主营收入同比变化(%)
1	000878	云南铜业	有色金属	322.26	持续增长	141	98	20.9	70.24
2	600331	宏达股份	有色金属	207.39	持续增长	85	71	16.1	70.24
3	000630	铜都铜业	有色金属	182.11	持续增长	92	76	16.4	70.24
4	000898	鞍钢股份	钢铁	159.56	持续增长	87	56	11.8	28
5	600362	江西铜业	有色金属	138.55	持续增长	74	66	11.8	70.24
6	600533	栖霞建设	房地产	132.39	持续增长	74	69	24.1	31.02
7	600531	豫光金铅	有色金属	124.73	持续增长	60	49	20.2	70.24
8	600121	郑州煤电	煤炭	124.12	持续增长	57	40	22.5	22.54
9	000001	S深发展A	银行	118.18	持续增长	81	39	28.6	426.24
10	600875	东方电机	电力设备制造	86.50	持续增长	76	70	23.2	32.94
11	600786	东方锅炉	电力设备制造	83.05	持续增长	52	84	27.3	32.94
12	000792	盐湖钾肥	化肥	75.57	持续增长	63	79	26.8	29.64
13	000552	靖远煤电	煤炭	73.20	持续增长	52	91	29.7	22.54

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

序号	股票代码	股票简称	所属行业	累计涨跌幅（%）	主营增长稳健度	主营同比增长率（%）	主营三年复合增长率（%）	市盈率（倍）	行业平均主营收入同比变化（%）
14	600840	新湖创业	房地产	61.34	持续增长	57	110	24.4	31.02
15	000912	泸天化	化肥	53.07	持续增长	51	30	17.4	29.64
16	600260	凯乐科技	房地产	45.19	持续增长	51	32	23.9	31.02
17	600577	精达股份	电力设备制造	22.50	持续增长	111	84	26.6	32.94

注：累计涨跌幅为 2007 年 3 月 29 日至 2007 年 8 月 28 日。

3. 毛利率

毛利率是营业利润与营业收入的比率，其计算公式为：

$$毛利率=\frac{营业利润}{营业收入}=\frac{营业收入-营业成本}{营业收入}$$

毛利率反映的是公司业务转化为利润的核心能力。毛利率高反映公司盈利能力强，销售同等的商品或服务，能获得更多的利润。巴菲特本人偏好选择同行业中毛利率比较高的公司。从中国 A 股的实际情况来看，市场对毛利率提升的公司更情有独钟。

竞争使利润趋于平均化，并且使利润率趋于下降。我们看到很多公司毛利率持续下降，只是依靠扩大规模来维持利润增长。而毛利率提升表明产品价格上涨，上涨的原因可能来自于公司自身竞争力的提升，或行业周期发生变化，或公司业务属性发生变化。这三种情况都是股价上涨的诱因，都会受到市场的追捧，因此毛利率的变化是股价上涨的一个先行指标。

万科在过去五年的经营中，其毛利率连年上升，销售收入也逐年上台阶，呈现出“价量齐升”的格局，体现了公司强大的核心竞争力（见图 3.16）。万科的总市值从 2003 年初的 57 亿元上升到 2007 年 8 月超过 2 200 亿元，上升了 39 倍，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

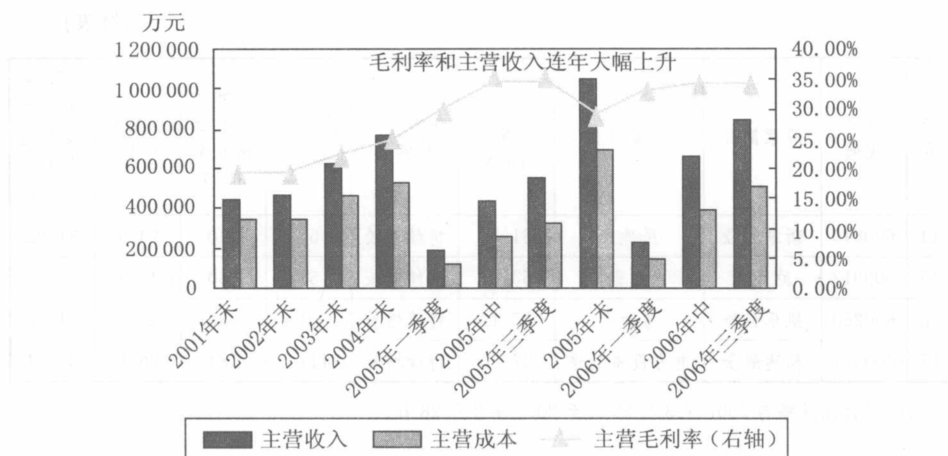


图 3.16　万科 A(000002)2001 年至 2006 年三季度主营收入及成本

为股东带来年复合增长 230%的超额回报。如果 2003 年初 100 万元投资于万科，2007 年中期将成长为 3 900 万元。这就是公司价值变化带给股东的回报（见图 3.17）。

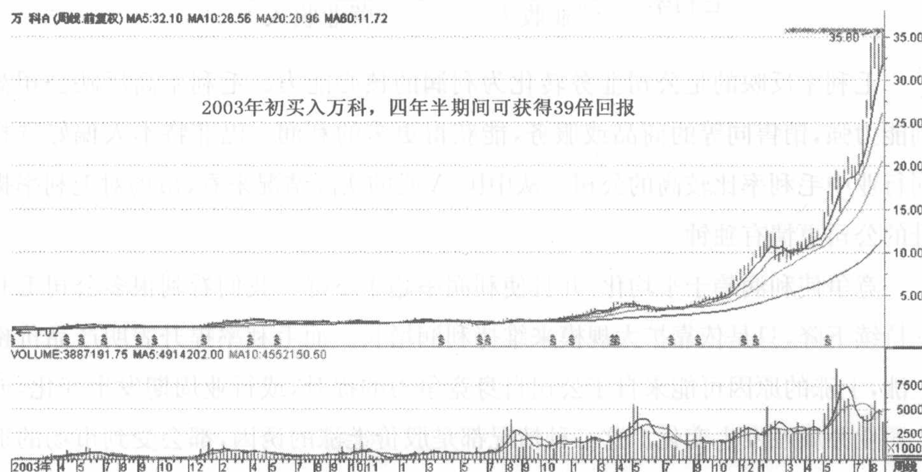


图 3.17　万科 A(000002)2003 年 1 月 1 日至 2007 年 8 月 31 日周 K 线

自由竞争的市场环境下，毛利率下降是一种正常效应，2004 年以来上市公司毛利率同比下降的比例，如表 3.5 所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3.5 毛利率同比变化分析

年 度	同比下降家数	占同期 A 股比率(%)
2004 年	789	62
2005 年	836	62
2006 年	696	49

2006 年度由于宏观经济的持续高速增长，加上股权分置改革后大量上市公司的资产注入而引发的“股改红利”效应，使上市公司毛利率下降家数的比例首次降到 50%以下。在毛利率下降的大背景下，毛利率上升的公司更显得难能可贵。由于企业和行业的周期性特性，一旦公司出现毛利率上升就要引起高度重视，如果各方面分析公司毛利率上升的趋势将持续，那么这样的公司将值得长期持有。通常而言，如果公司所处行业正处于周期性复苏并且公司也是行业内的龙头企业，则公司毛利率上升的持续时间有望维持较长时间，进而带动股价进入上涨的时间也较长。

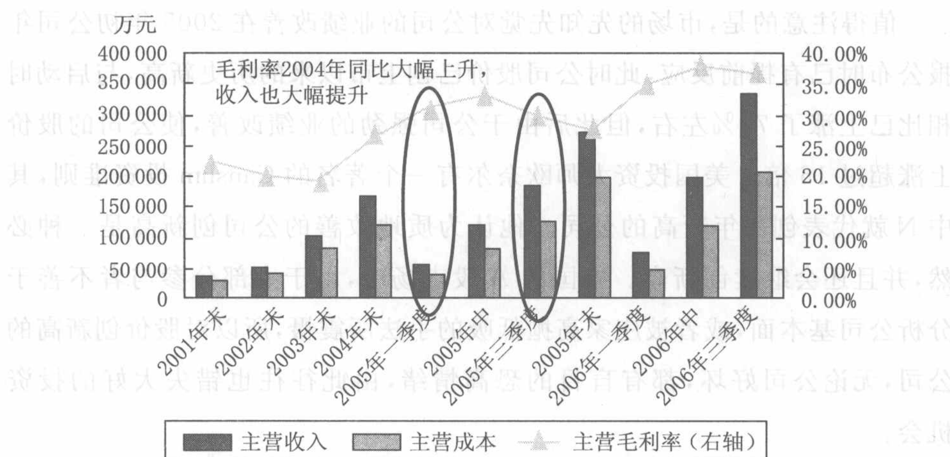


图 3.18 宏达股份(600331)2001 年至 2006 年三季度主营收入及成本

宏达股份是有色金属行业一家高成长的公司，从图 3.18 可以看出，2001 年到 2003 年公司主营收入保持了很高的成长性，但在此期间，公司毛利率处于下降通道中，公司利润增长主要依靠收入增长。而自 2004 年开始，公司毛利率出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现大幅增长，主业出现“量价齐升”的格局。这种局面一直保持到现在仍未见改变，公司迎来了长期的行业繁荣周期(见图 3.19)。

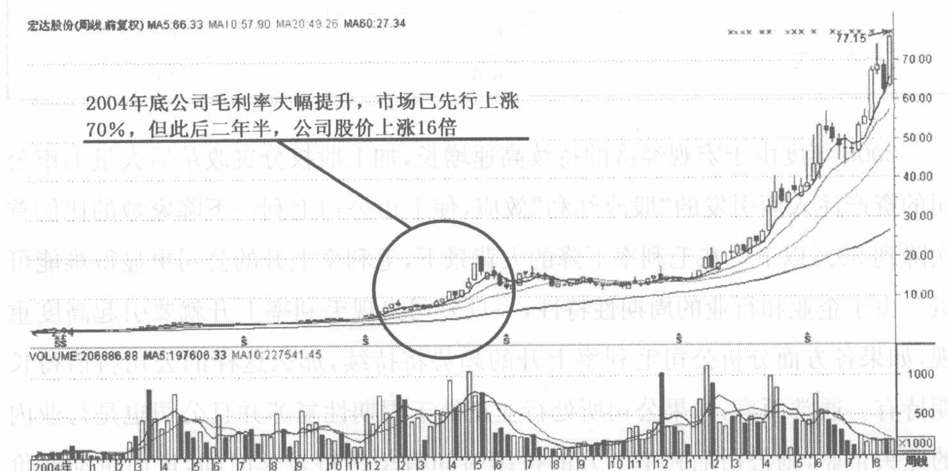


图 3.19 宏达股份(600331)2004 年 11 月至 2007 年 8 月周 K 线

值得注意的是，市场的先知先觉对公司的业绩改善在 2005 年初公司年报公布时已有提前反应，此时公司股价已创上市以来的历史新高，与启动时相比已上涨了 70%左右，但此后由于公司强劲的业绩改善，使公司的股价上涨超过 16 倍。美国投资大师欧奈尔有一个著名的 Canslim 投资准则，其中 N 就代表创一年新高的公司。他认为质地改善的公司创新高是一种必然，并且还会继续创新高。中国的 A 股市场中，由于大部分参与者不善于分析公司基本面，或者被庄家高抛低吸的手法所震慑，所以对股价创新高的公司，无论公司好坏，都有盲目的恐高情绪，由此往往也错失大好的投资机会。

毛利率下降并不能直接说明公司基本面转坏，公司还可以通过规模增长等因素弥补公司毛利率下降所产生的利润损失。但如果公司出现双降，即毛利率和主营收入同时恶化，那就要引起高度警惕。

开开实业 2006 年中期出现毛利率及收入双双大幅下降的情况(见图 3.20)，表明公司经营发生严重恶化，但 2006 年中报公布后公司股价在炒作因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

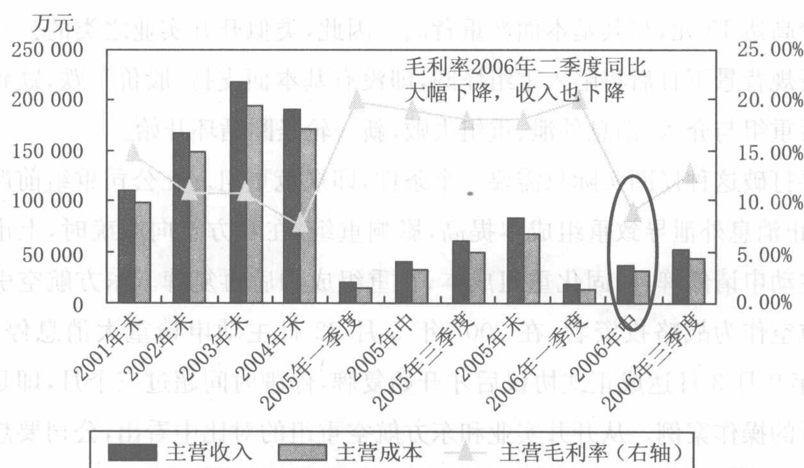


图 3.20 开开股份(600272)2001 年至 2006 年三季度主营收入及成本

素的推动下，不降反升。在 2006 年 10 月份后市场逐渐认识到其基本面的恶化，开始回调，和当时的市场上涨的大趋势发生明显反差(见图 3.21)。

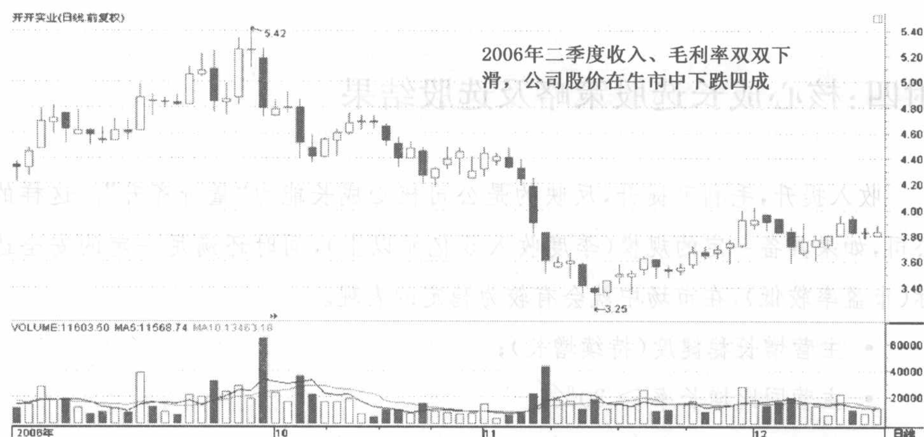


图 3.21 开开股份(600272)2006 年 9 月至 12 月日 K 线

虽然 2006 年末在家饰佳参与重组的传闻下公司股价大幅上涨，并在 2007 年初股改后首日巨幅上涨超过 300%，最高达到 500%，但正是由于公司股价的盲目疯涨让家饰佳重组成本大幅上升，按照国资委市价打九折的重组定价新规，家饰佳已开始知难而退，公司重组又成为竹篮打水一场空。2007 年 8 月公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司股价高达15元，与其基本面严重背离。因此，类似开开实业之类的公司在国资委新规背景下日后将陷入重组怪圈，即没有基本面支持、股价下跌，跌到一定程度后重组与介入、消息外泄、重组失败，新一轮怪圈循环开始。

要打破这种怪圈实际只需要一个条件，即规范重组。在公司重组前严格保密，防止消息外泄导致重组成本提高，影响重组，在双方意向明确时，上市公司必须主动申请停牌，以固化重组成本，在重组成功后再复牌。东方航空引进新加坡航空作为战略投资者，在2007年5月22日主动申请重大消息停牌，在2007年9月3日达成正式协议后才开始复牌，停牌时间超过三个月，即是这一新规下的操作案例。从开开实业和东方航空重组的对比中看出，公司要想重组成功，必须做到完全合规，国资委九折转让的新规对重组作业产生深远影响，同时也提醒我们，日后凡对涉及重组而导致股价暴涨的传闻一定要认真思考。在新的政策环境下，想重组成功就必须封锁消息，而泄漏消息很可能就是别有用心的炒作。

附四：核心成长选股策略及选股结果

收入提升，毛利率提升，反映的是公司核心成长能力“量价齐升”。这样的公司，如果具备一定的规模（季度收入5亿元以上），同时还满足一定的安全边际（市盈率较低），在市场中就会有较为稳定的表现。

- 主营增长稳健度（持续增长）；
- 主营同比增长率≥30%；
- 毛利率同比变化率≥0%；
- 季度主营收入≥5亿元；
- 0≤市盈率≤40倍。

核心成长选股策略，是追求稳健成长的选股策略。短期来看，按照这一策略在2007年4月30日选出的32只股票，平均都能在之后的每个月持续跑赢大盘。2007年5月3日至7月3日两个月市场剧烈震荡中，表现尤其远远强于市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场，体现了该策略所选股票的稳定性特点。总体上四个月，平均相对上证指数强54%。

中期表现：以2006年9月4日为基点，平均涨跌在不同季度均强于上证指数7%—43%；通过不同阶段（下跌、筑底、拉升、盘整）的实证检验，我们发现股票组合在拉升阶段强于市场87.8%，在下跌阶段其平均跌幅低于市场的一半；但在筑底和盘整时期，表现均稍弱于市场。

总之，该策略在短期、中期、市场上升阶段具有明显的优势，在市场下跌的熊市也能具有很好的防御能力，因此可以说这是一个同时兼备成长性与防御性的选股策略。

实证检验：

1. 时段验证

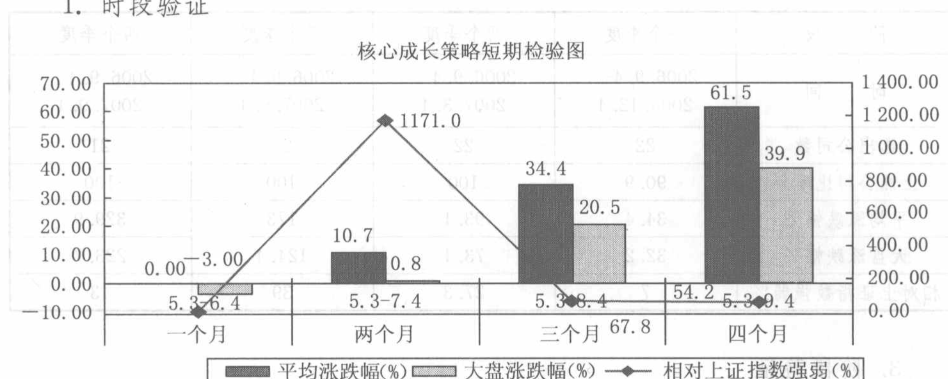


图3.22 核心成长策略短期实证效果图

表3.6 核心成长策略短期实证数据表

时　段	一个月	两个月	三个月	四个月
时　间	5.3—6.4	5.3—7.4	5.3—8.4	5.3—9.4
选出公司数	32	32	32	32
上涨公司比率%	59.4	65.6	87.5	100.0
平均涨跌幅%	0.00	10.7	34.4	61.5
大盘涨跌幅%	—3.00	0.8	20.5	39.9
相对上证强弱%	强于市场	1171.0	67.8	54.2

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 季度检验

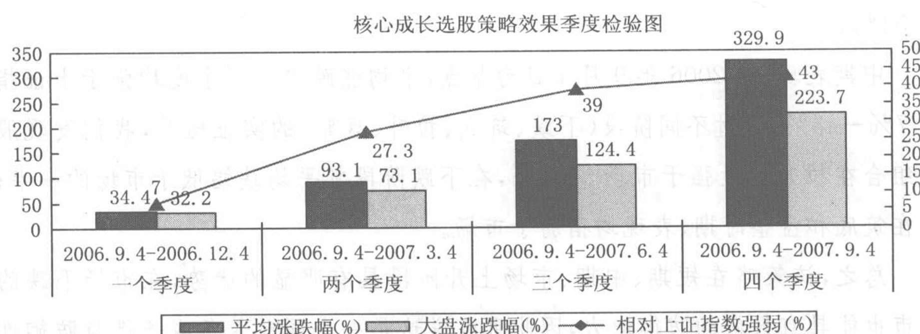


图 3.23 核心成长策略中长期实证效果图

表 3.7 核心成长策略中长期实证数据表

阶　　段	一个季度	两个季度	三个季度	四个季度
时　　间	2006.9.4—2006.12.4	2006.9.4—2007.3.4	2006.9.4—2007.6.4	2006.9.4—2007.9.4
选出公司数	22	22	21	21
上涨公司比率%	90.9	100	100	100
平均涨跌幅%	34.4	93.1	173	329.9
大盘涨跌幅%	32.2	73.1	124.4	223.7
相对上证指数强弱%	7	27.3	39	43

3. 阶段验证



图 3.24 市场波动示意图

表 3.8 核心成长策略阶段实证数据表

阶　　段	下跌阶段	筑底阶段	拉升阶段	盘整阶段
时　　间	2005.9.20—2005.10.28	2005.10.31—2005.12.5	2005.12.6—2006.2.7	2006.2.8—2006.3.6
选出公司数	27	29	30	29

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

上涨公司比率%	37	27.6	100	48.3
平均涨跌幅%	−4.2	−3.2	35.6	−0.6
大盘涨跌幅%	−11.6	0	19	0.5
相对上证指数强弱%	强	弱	87.7	弱

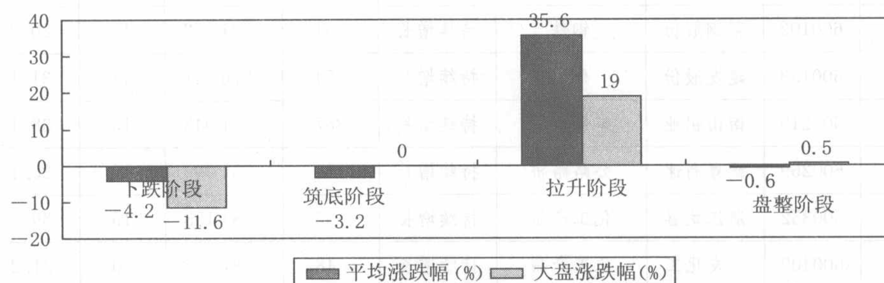


图 3.25　核心成长选股策略阶段检验效果图

2007 年 9 月 28 日核心成长策略选股结果见表 3.9。

表 3.9　核心成长策略选股结果

序号	代码	简称	所属行业	主营增长稳健度	主营同比增长率（%）	季度主营收入（万元）	毛利率同比变化率（%）	市盈率（倍）
1	000066	长城电脑	计算机制造	持续增长	30	113 202	22	33.8
2	000422	湖北宜化	化工产品	持续增长	77	119 843	9	35.4
3	000528	柳工	工程机械	持续增长	42	235 513	2	28.7
4	000600	建投能源	热电	持续增长	125	116 511	59	32.3
5	000651	格力电器	家电	持续增长	63	1 298 808	10	35.7
6	000698	沈阳化工	石化	持续增长	42	151 373	5	37.5
7	000825	太钢不锈	钢铁	持续增长	174	2 226 221	28	19.3
8	000898	鞍钢股份	钢铁	持续增长	32	1 701 900	24	22.2
9	000932	华菱管线	金属制品	持续增长	31	1 087 567	13	22.6
10	000949	新乡化纤	化纤	持续增长	36	64 619	144	25.4

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

序号	代码	简称	所属行业	主营增长稳健度	主营同比增长率（%）	季度主营收入（万元）	毛利率同比变化率（%）	市盈率（倍）
11	000951	中国重汽	商用车	持续增长	84	517 874	71	35.9
12	600019	宝钢股份	钢铁	持续增长	32	5 106 679	17	19.5
13	600102	莱钢股份	钢铁	持续增长	31	781 952	17	20.3
14	600153	建发股份	外贸	持续增长	54	776 542	11	31.1
15	600219	南山铝业	有色金属	持续增长	367	331 943	13	38.1
16	600269	赣粤高速	公路路桥	持续增长	56	54 099	19	20.1
17	600352	浙江龙盛	化工产品	持续增长	35	84 153	16	39.7
18	600409	三友化工	化工产品	持续增长	48	81 752	0	31.2
19	600426	华鲁恒升	化肥	持续增长	37	65 639	8	36.9
20	600432	吉恩镍业	有色金属	持续增长	107	64 601	16	37.8
21	600497	驰宏锌锗	有色金属	持续增长	58	159 196	2	26
22	600581	八一钢铁	钢铁	持续增长	60	329 999	14	39.5
23	600595	中孚实业	有色金属	持续增长	117	144 305	57	32.2
24	600694	大商股份	百货	持续增长	45	326 246	24	34.7
25	600815	厦工股份	工程机械	持续增长	45	160 125	19	38.3

4. 行业毛利率

行业毛利率是指行业属性相似公司的平均毛利率。行业毛利率的变化对整个行业来说也是某种提前的预示。某个行业毛利率从长期的低谷中大幅提升，往往意味行业复苏的春天已经到来，而由于行业性周期的持续性比企业更强，因此买入正处于复苏期行业龙头公司，就能够获得更丰厚的利润。近几年复苏的行业包括 2005 年的工程机械行业、房地产行业、酒类行业，2006 年的证券行业、银行、采矿行业、有色金属行业、水泥建材行业，2007 年的钢铁、石化、食

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

品加工行业。

选择龙头行业可以采用对行业毛利率同比或环比变化进行简单对比的方法,以确定未来行情中的龙头行业(见图 3.26)。

锁定	名次	行业简称	公司数量	平均每股收益(元)	平均每股收益同比变化	平均毛利率	平均毛利率同比变化	平均毛利率环比变化↓
○	1	运输及仓储	7	0.25	41.02%	34.4%	172.72%	149.2%
○	2	证券保险	6	0.02		75.6%	45.81%	49.61%
○	3	航空运输	7	0.13	98.02%	13.8%	-3.78%	34.38%
○	4	银行	8	0.15	-52.88%	34.4%	1.33%	15.68%
○	5	化纤	16	-0.03		6%	-14.29%	13.21%
○	6	钢铁	34	0.4	-14.5%	13.5%	-7.58%	11.99%
○	7	化肥	15	0.36	-14.03%	24.4%	-13.17%	7.3%

资料来源:选自作者 2007 年 3 月 22 日第一财经电视台演示资料。

图 3.26 2006 年三季度行业毛利率环比变化

图 3.26 是对行业毛利率环比对比,即本季度和上季度的对比情况。从 2006 年三季度以后的行业毛利率环比水平可以看出,证券、航空、银行、钢铁等环比(和 2006 年二季度相比)毛利率均大幅提升,而这些行业在 2007 年行情中表现出全年走牛的特性。

也可以通过同比的方法,即本季度和上年同期相比来看行业毛利率的变化情况(见表 3.10)。

对行业毛利率同比及环比变化的合并分析,可以进一步缩小投资价值改善的行业范围,从下面的列表中可以看到行业毛利率改善与市场表现的关联性(行业毛利率为动态计算,一季度报表和年报有合并公布期,因此年报数据没有单独列示)。

2005 年二季(9 月 9 日),共有九个行业显示出同比和环比的改善特性,其中化肥、水运、房地产、旅游、钢铁、软件等均是 2005 年至 2007 年度的强势行业(见表 3.11)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3.10 2006 年 10 月 9 日行业毛利率同比变化前 10 名

锁定	名次	行业简称	公司数量	平均每股收益（元）	平均每股收益同比变化	平均毛利率	平均毛利率同比变化↓	平均净利率	平均净利率同比变化	基本面评级	基本面评级同比变化	加权股价（元）	总市值加权股价(元)	当日涨跌幅	市盈率（倍）	市净率（倍）	当日资金流向	周活跃度	投资价值评级	投资价值评级同比变化
○	1	运输及仓储	6	0.25	41.02%	34.4%	172.72%	18.68%	303.46%	Aa	大幅改善	6.30	6.32	0.51%	18.5	4.04	72%	大幅下降	Aa	大幅改善
○	2	采矿	4	0.21	49.68%	16.7%	49.6%	4.15%	64.03%	C	严重下降	10.90	10.83	0.36%	36.8	4.84	148%	持平	C	严重下降
○	3	证券信托	4	0.02		75.6%	45.81%	12.81%		B	大幅改善	12.54	11.73	2.89%	606.6	8.41	77%	温和上升	C	轻度改善
○	4	地产	3	0.21	24.23%	45.2%	21.25%	20.43%	−25.36%	A	轻度改善	6.83	7.48	−0.15%	35.8	1.94	107%	温和下降	B	严重下降
○	5	日用化工产品	9	0.11	45.92%	29%	16.26%	4.12%	19.42%	C	轻度改善	6.65	6.85	2.5%	42.2	2.60	150%	大幅上升	C	持平
○	6	有色金属	28	0.69	114.06%	18.1%	14.13%	8.98%	38.37%	Aa	大幅改善	9.37	9.93	1.3%	11.8	3.00	95%	大幅下降	Aa	轻度下降
○	7	塑料	9	0.13	30.42%	11.6%	12.57%	3.52%	43.09%	B	轻度改善	6.17	6.81	0.71%	63.7	3.33	70%	大幅下降	B	大幅改善
○	8	工程机械	16	0.32	82.41%	20.2%	12.54%	6.58%	49.89%	C	轻度下降	8.72	9.20	2.35%	21.5	3.24	111%	持平	C	严重下降
○	9	生物制药	21	0.06	43.95%	29.6%	10.56%	4.04%	90.57%	C	轻度改善	5.96	6.40	2.4%	110.6	3.16	77%	大幅下降	C	轻度改善
○	10	水泥建材	33	0.13	85.29%	21.1%	9.67%	4.35%	55.36%	B	大幅改善	4.73	5.58	2.73%	41.9	2.35	136%	持平	B	大幅改善

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3.11 2005 年二季度行业毛利率同比及环比改善的行业

名次	行业简称	公司数量	平均毛利率（%）	平均毛利率同比变化（%）	平均毛利率环比变化（%）
1	化肥	12	28.70	31.83	15.98
2	水运	9	38.90	16.94	1.54
3	房地产	73	28.30	13.01	1.98
4	旅游业	10	30.40	5.63	16.03
5	钢铁行业	33	16	3.90	0.76
6	农药	13	18.20	3.23	3
7	工程建筑	30	9.50	2.05	10.24
8	计算机软件	22	30.60	1.66	4.05
9	化学及原料药	46	28.70	1.13	0.31

2005 年三季度(11 月 1 日)，只有酒店和生物制药行业同比、环比的毛利率上升，其中酒店行业改善最为明显。2006 年一年行业平均涨幅达 100%，比上证指数强 21.5%。2006 年至 2007 年度中出现一批类似华天酒店、中国国贸、锦江股份等的超级牛股(见表 3.12)。

表 3.12 2005 年三季度行业毛利率同比及环比改善的行业

名次	行业简称	公司数量	平均毛利率（%）	平均毛利率同比变化（%）	平均毛利率环比变化（%）
1	酒店	8	57.90	40.48	85.24
2	生物制药	20	26.80	0.56	0.83

2006 年一季度(5 月 8 日)，股改红利效应大量显现。这一季度报表表现出来行业毛利率同比及环比同时改善的行业多达 21 家，其中酒店、工程建筑、设备制造、采矿、有色金属、水泥建材、轿车、食品、工程机械、酒类、百货、家电等是 2006 年到 2007 年强势行业。此外，从上述行业分布还可以看出，原材料、消费行业两头的改善趋势特别突出，而制造业，尤其是设备制造业这个中间产业的改善也很显著(见表 3.13)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3.13 2006 年一季度行业毛利率同比及环比改善的行业

名次	行业简称	公司数量	平均毛利率(%)	平均毛利率同比变化(%)	平均毛利率环比变化(%)
1	酒店	8	60	99.87	3.18
2	采矿	4	14	46.79	17.41
3	水泥建材	33	21.10	22.19	9.22
4	运输及仓储	5	15	17.25	19.68
5	工程建筑	29	9.80	14.20	7.68
6	塑料	9	12.20	12.63	10.19
7	轿车	8	15.70	10.82	6.45
8	食品及食品加工	20	17.30	9.78	17.79
9	工程机械	16	19.60	9.62	6.58
10	纺织	33	12.40	6.18	3.78
11	日用化工产品	10	28	5.94	20.15
12	设备制造	53	18.70	5.88	5.64
13	酒类	18	49.20	5.60	14.14
14	石油天然气开采	2	8.80	3.66	47.98
15	百货	56	15.60	3.45	3.25
16	信息技术	11	17.70	3.21	1.84
17	生物制药	21	27.60	2.91	5.43
18	家电	26	15.80	2.66	5.89
19	公路路桥	23	59.80	2.45	10.46
20	有色金属	26	17.80	1.83	14.88
21	毛纺	10	19.80	1.49	21.99

2006 年二季度(9 月 1 日)，共有 16 个行业呈现毛利率同比、环比上升，地产、采矿、环保、有色、电力、建材、交通设备制造、轿车等在之后跨年度行情中，均或早或晚地产生板块上涨效应(见表 3.14)。

表 3.14 2006 年二季度行业毛利率同比及环比改善的行业

名次	行业简称	公司数量	平均毛利率(%)	平均毛利率同比变化(%)	平均毛利率环比变化(%)
1	地产	3	62.20	71.73	77.51
2	采矿	4	17.20	80.08	23.07
3	传媒、网络传播	11	30.40	3.79	9.78

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

名次	行业简称	公司数量	平均毛利率（%）	平均毛利率同比变化（%）	平均毛利率环比变化（%）
4	环保	4	21.30	2.80	7.42
5	有色金属	28	18.90	14.74	6.53
6	生物制药	21	29.40	10.53	6.52
7	日用化工产品	9	29.60	14.81	5.67
8	工程建筑	30	10.30	8.45	4.69
9	啤酒	7	29.30	2.88	3.90
10	纺织	33	12.80	3.47	3.72
11	信息技术	11	18.20	2.07	3.05
12	火电及水电	44	21.50	4.73	2.97
13	其他交通设备制造	11	15.80	4.55	2.19
14	工程机械	16	20	13.39	1.99
15	水泥建材	33	21.30	14.47	0.90
16	轿车	9	15.80	4.44	0.51

2006年三季度（11月1日），还是由于股改效应的影响，毛利率同比及环比同时改善的行业明显多于2005年三季度，证券、银行、电力、环保、工程机械、百货、家电等在之后均有良好表现，这些行业中均有一批类似于中信证券、招商银行、青岛啤酒等龙头公司出现（见表3.15）。

表3.15 2006年三季度行业毛利率同比及环比改善的行业

名次	行业简称	公司数量	平均毛利率（%）	平均毛利率同比变化（%）	平均毛利率环比变化（%）
1	运输及仓储	6	34.40	172.72	149.20
2	证券信托	4	75.60	45.81	49.61
3	银行	6	34.40	1.33	15.68
4	火电及水电	44	22.60	2.45	4.98
5	环保	4	22	3.53	3.39
6	啤酒	7	29.90	2.82	2.12
7	动力机械	9	14.50	0.14	2.11
8	机场港口	12	50.90	0.08	2.11

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

名次	行业简称	公司数量	平均毛利率（%）	平均毛利率同比变化（%）	平均毛利率环比变化（%）
9	毛纺	10	16.50	9.13	1.60
10	工程机械	16	20.20	12.54	1
11	生物制药	21	29.60	10.56	0.85
12	热电	8	14.70	7.71	0.82
13	批发贸易	33	8.60	0.59	0.47
14	百货	56	15.40	1.85	0.26
15	公路路桥	23	57.50	2.66	0.17
16	家电	26	15.70	5.35	0.06

2007年一季度（5月9日）由于宏观经济持续增长，毛利率同比、环比均改善行业也比2006年一季度多，食品、玻璃、机械、证券、百货、化工、家电、水运等诸多行业都具有轮动上涨的效应（见表3.16）。

表3.16　2007年一季度行业毛利率同比及环比改善的行业

名次	行业简称	公司数量	平均毛利率（%）	平均毛利率同比变化（%）	平均毛利率环比变化（%）
1	食品及食品加工	20	47.40	174.07	242.94
2	轮胎橡胶	7	25.10	138.10	154.77
3	运输及仓储	7	35.10	133.56	5
4	玻璃	10	23.30	62.32	12.75
5	工程机械	18	29.40	49.90	37.87
6	热电	9	22.60	48.65	29.97
7	陶瓷	7	23.20	45.75	7.87
8	石化	11	15.30	35.51	24.92
9	传媒、网络传播	13	34.30	23.60	17.50
10	农林牧渔	44	19.30	20.44	0.89
11	电子元器件	48	11.90	17.52	11.28
12	毛纺	10	22.70	14.84	28.35
13	证券保险	6	68.60	13.47	0
14	磨具磨料	4	23.90	12.35	189.01
15	商用车	14	11.10	11.92	3.65

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

名次	行业简称	公司数量	平均毛利率（%）	平均毛利率同比变化（%）	平均毛利率环比变化（%）
16	水运	10	36.40	11.57	13.70
17	计算机软件	24	32	11.32	10.17
18	外贸	21	5.80	10.82	14.96
19	通讯设备	35	17.80	10.22	4.22
20	油料销售	7	8.10	9.38	2.42
21	旅游业	12	30.50	8.53	15.21
22	化肥	15	26.20	8.43	5
23	摩托车自行车	10	11.40	8.17	28.12
24	公路路桥	21	64.50	7.96	12.83
25	百货	55	16.80	7.96	7.48
26	酒类	17	53.10	7.82	9.46
27	家电	26	16.90	6.63	8
28	纺织	37	13.10	6.14	3.39
29	化工产品	58	16.80	5.34	4.75
30	信息技术	13	18.50	4.69	4.10
31	动力机械	9	14.50	1.90	1.40
32	医药批发零售	13	10.90	1.30	0.74
33	乳业	4	29.20	0.31	0.90

行业毛利率环比指标能较为灵敏地反映行业景气状况的变化，但在利用时要注意某些行业季节性原因导致的季度间毛利率波动，如酒类、啤酒、家电、房地产等。通过对其毛利率同比的分析，可以排除季节性的因素，获得行业改善的确认。把连续多个季度的分析放在一起对比，就可以确认哪些行业出现了首次改善（如 2005 年二季度的房地产行业），哪些行业出现持续改善（如 2006 年二季度的工程机械行业）。从上述统计中也可发现，同时满足毛利率同比、环比改善的行业并不是很多。细分的 70 个行业，一般只有 10—20 个行业满足条件，而在 2005 年三季度上市公司业绩低潮时更少至 2 个行业，但在 2007 年一季度公司业绩增长高潮时多达 33 个行业。

行业毛利率的分析有助于提前获得市场资金关注的方向，但并非毛利率改善的行业都会产生板块效应，也不是说该行业的公司都会齐涨共跌，具体还要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结合行业内公司的基本面。通常而言，找到改善的行业，并找到行业内毛利率提升最快的公司，更容易获得超额收益。

附五：双龙头策略及选股结果

按照公司毛利率同比上升、主营三年稳健增长，并且与上年同比上升30%，市盈率0—40倍，行业毛利率同比上升的思路进行选股，2007年8月31日共选出29家公司（见表3.17）。之所以称这个策略是双龙头策略，主要体现的是“龙头行业”加“行业龙头”的选股思路。

表3.17 双龙头选股策略2007年8月31日选股结果

序号	股票代码	股票简称	所属行业	主营增长稳健度	毛利率同比变化率(%)	主营同比增长率(%)	市盈率	行业平均毛利率同比变化(%)
1	000422	湖北宜化	化工产品	持续增长	9	77	30.4	9.77
2	000600	建投能源	热电	持续增长	59	125	31.9	58.35
3	000635	英力特	化工产品	持续增长	43	59	25.8	9.77
4	000651	格力电器	家电	持续增长	10	63	32.2	5.91
5	000690	宝新能源	火电及水电	持续增长	13	42	35.5	3.44
6	000755	山西三维	化工产品	持续增长	51	67	33.4	9.77
7	000825	太钢不锈	钢铁	持续增长	28	174	16.8	22.50
8	000835	四川圣达	通讯设备	持续增长	124	249	35.8	23.47
9	000898	鞍钢股份	钢铁	持续增长	24	32	21.2	22.50
10	000949	新乡化纤	化纤	持续增长	144	36	21.2	114.91
11	000951	中国重汽	商用车	持续增长	71	84	38	12.68
12	600019	宝钢股份	钢铁	持续增长	17	32	19.8	22.50
13	600102	莱钢股份	钢铁	持续增长	17	31	17.9	22.50
14	600153	建发股份	外贸	持续增长	11	54	27.3	13.08
15	600219	南山铝业	有色金属	持续增长	13	367	37.6	1.06
16	600269	赣粤高速	公路路桥	持续增长	19	56	20.5	26.58
17	600352	浙江龙盛	化工产品	持续增长	16	35	34.6	9.77

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

序号	股票代码	股票简称	所属行业	主营增长稳健度	毛利率同比变化率(%)	主营同比增长率(%)	市盈率	行业平均毛利率同比变化(%)
18	600409	三友化工	化工产品	持续增长	0	48	22.4	9.77
19	600426	华鲁恒升	化肥	持续增长	8	37	31.4	13.02
20	600432	吉恩镍业	有色金属	持续增长	16	107	25.2	1.06
21	600459	贵研铂业	有色金属	持续增长	54	128	39.5	1.06
22	600497	驰宏锌锗	有色金属	持续增长	2	58	25	1.06
23	600561	江西长运	运输及仓储	持续增长	5	36	26.3	135.07
24	600581	八一钢铁	钢铁	持续增长	14	60	28.7	22.50
25	600595	中孚实业	有色金属	持续增长	57	117	33.6	1.06
26	600660	福耀玻璃	玻璃	持续增长	7	33	39.5	26.04
27	600685	广船国际	其他交通设备制造	持续增长	47	60	35.6	25.76
28	600694	大商股份	百货	持续增长	24	45	35.4	15.71
29	600864	岁宝热电	热电	持续增长	172	43	19.5	58.35

5. 预收账款

预收账款是指企业按照合同规定，向购货方预先收取定金或部分货款。很多不了解财务结构的人常常将预收账款理解为公司的资产，但实际上预收账款不是公司的资产，在财务报表中，它体现了一种“负债”。由于预收账款是购买方提前向供应方的付款，供应方今后要负责用商品或服务偿还，因此预收账款在资产负债表中归属于负债项（未来要还的），而不是资产项。预收的特点是提前收款，表明公司的产品在市场上比较紧俏，需先收钱后发货，也侧面说明公司对产品的定价能力比较强。这几年最典型的行业就是房地产行业，售房是在房子施工进展到一定程度尚未竣工时即可预售，买房须先全额付款，再等一到两年后才能拿到房屋产权。根据行业不同，预收账款通常在1—2个会计年度内转为销售，因此预收情况可视为经营状况的先行指标。一个企业预收账款占销

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

售收入较大比例，并且正在大幅上升时，往往预示公司基本面发生良好的变化，投资这样公司，可以期待跑赢市场，获得较高的收益(见图 3.27)。

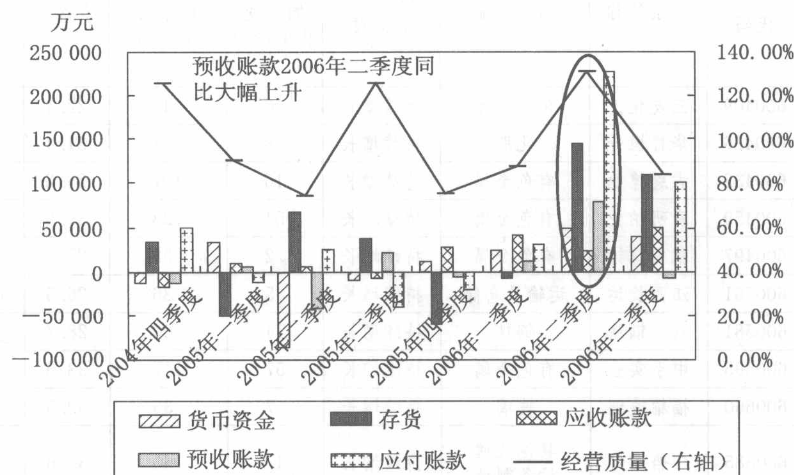


图 3.27 太钢不锈(000825)2004 年四季度至 2006 年三季度资产负债变化状况

太钢不锈在 2001 年至 2004 年熊市时期就曾是一家券商看好的股票，持股高度集中，在市场上长期横盘。而公司真正迎来基本面的转折点是在 2006 年中期，从图 3.27 看出，公司二季度当季预收账款大幅增加 8 亿元，之后公司股价一改多年的沉闷，一年内大幅上升约 5 倍(见图 3.28)。

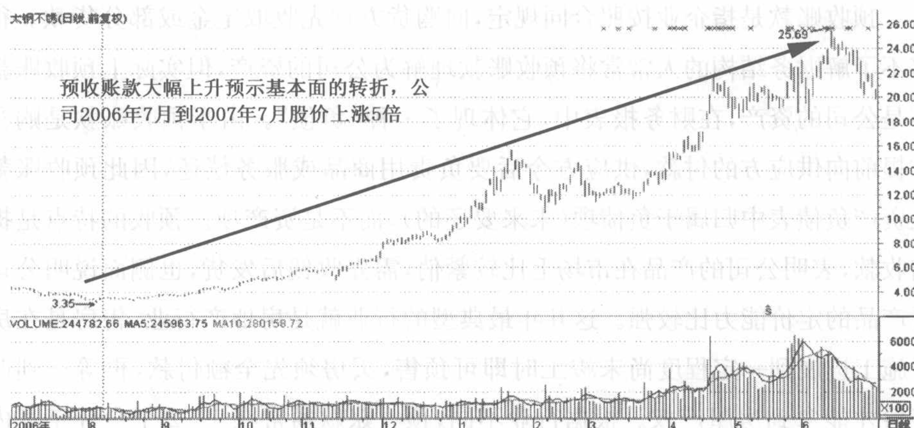


图 3.28 太钢不锈(000825)2006 年 7 月至 2007 年 7 月日 K 线

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

宝胜股份是一家电缆制造企业，从图 3.29 中看出，2006 年二季度公司资产负债状况发生了一些变化，即公司的预收账款大幅上升。2006 年 7 月 9 日，《中国证券报》以“G 宝胜，严重低估的成长品种”为题报道公司大量项目中标，目前在手订单 12 亿元，其中有 10 亿元于 2006 年完成，几乎接近 2005 年公司全年销售收入约 13 亿元（见图 3.29）。

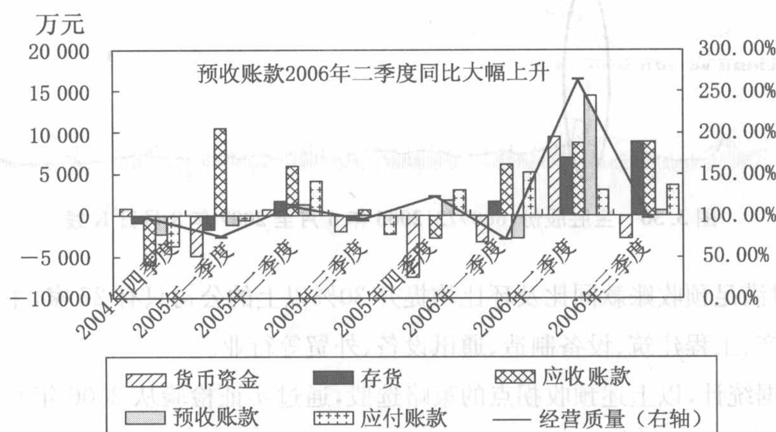


图 3.29　宝胜股份(600973)2004 年四季度至 2006 年三季度资产状况

这篇报道如果再结合公司二季度实际预收账款表现分析，消息面和公司基本面的表现完全一致，而更难得的是公司股价在 2006 年 9 月份还在箱体内震荡，在 2006 年 10 月以一根超出寻常的放量大阳线结束平台整理，之后股价持续缩量创新高，显示公司几乎完全由基金等大机构主导的走势特征。从 2006 年 9 月份到 2007 年 1 月份上涨约 150%，到 2007 年 9 月更上涨到 36 元，在 1 月基础上再次翻番（见图 3.30）。

与预收账款相关的数据还可以分析预收销售率、预收账款同比或环比变化。预收销售率是预收账款占销售收入的相对比重，公司规模不同，预收款的规模也不尽相同，不同公司的预收状况没法直接比较，但预收销售率就可相互比较。根据对 2007 年中报的统计，预收销售率达到 30%以上的公司共有 122 家。预收账款同比变化及环比变化是针对上年同期或上个季度的预收款变动情况，其中环比变化较为灵敏，同比变化较为稳健。根据统计，上述 122 家公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

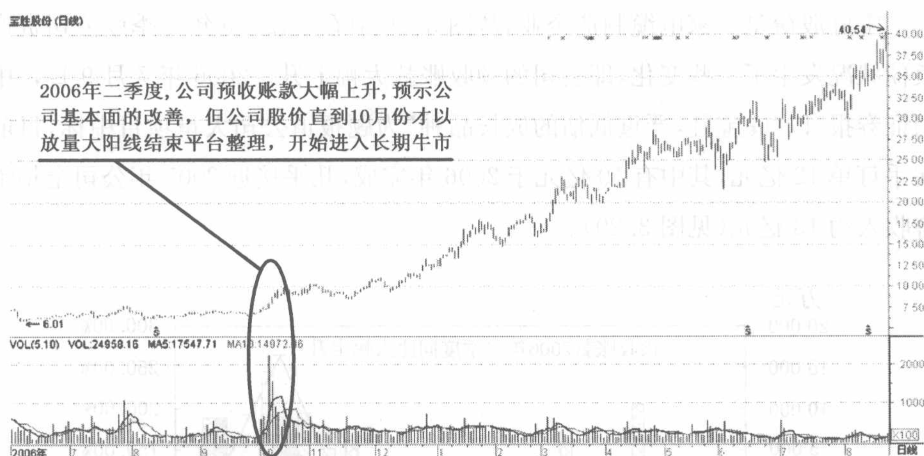


图 3.30　宝胜股份(600973)2006 年 6 月至 2007 年 8 月日 K 线

中,同时满足预收账款同比及环比均提升 30%以上的公司只有 27 家,主要集中在房地产、工程建筑、设备制造、通讯设备、外贸等行业。

根据统计,以上述预收拐点的策略选股,通过实证检验从 2006 年 9 月 1 日到 2007 年 8 月 31 日一年间,所选公司平均上涨 323.9%,比同期上证指数强 50.9%。将上述策略应用到 2007 年中期,有 27 家公司符合上述条件(见附六)。

附六:预收拐点策略选股结果(见表 3.18)

表 3.18　预收拐点策略选股 2007 年中期选股结果

序号	代码	股票简称	所属行业	预收销售率(%)	预收账款环比变化(%)	预收账款同比变化(%)
1	000009	S深宝安A	房地产	47	33	30
2	000498	*ST丹化	化纤	576	70	87
3	000502	绿景地产	房地产	34	170	818
4	000507	粤富华	外贸	123	138	5 912
5	000514	渝开发	房地产	67	61	84

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

序号	代码	股票简称	所属行业	预收销售率(%)	预收账款环比变化(%)	预收账款同比变化(%)
6	000537	广宇发展	房地产	601	81	47
7	000587	S* ST 光明	其他制造业	71	1 081	637
8	000608	阳光股份	房地产	227	56	215
9	000681	ST 远东	服装	47	98	13 730
10	000735	* ST 罗牛	农林牧渔	31	362	304
11	000993	闽东电力	火电及水电	36	551	1653
12	600037	歌华有线	传媒、网络传播	57	118	124
13	600038	哈飞股份	其他交通设备制造	65	60	144
14	600052	* ST 广厦	房地产	50	258	187
15	600125	铁龙物流	运输及仓储	82	30	10 205
16	600136	ST 道博	房地产	48	42 513	391
17	600158	中体产业	传媒、网络传播	198	49	109
18	600168	武汉控股	公共服务	33	94	34
19	600180	九发股份	农林牧渔	61	351	34
20	600201	金宇集团	生物制药	36	130	44
21	600383	金地集团	房地产	79	52	360
22	600503	SST 新智	计算机软件	44	103	1 016
23	600545	新疆城建	工程建筑	52	103	1 006
24	600620	天宸股份	房地产	232	35	4 929
25	600736	苏州高新	房地产	42	34	695
26	600806	昆明机床	设备制造	34	30	31
27	600840	新湖创业	房地产	217	46	84

6. 市盈率、价值成长率和市梦率

市盈率是股价与每股收益的比率，英文为 Price Earning Ratio，简称 PE，计算公式为：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$PE = \frac{股价}{每股收益}$$

市盈率是一个全球股市通用的指标，也是衡量股价合理性最常用的指标。有人说分析公司价值如果不了解市盈率，就像技术分析看不懂K线一样。股价是一个不具备可比性的指标，不能拿一个200元的股价和一个2元的股价去比，但市盈率是一个具备可比性的指标，可以在公司、行业、市场之间，通过市盈率的比较，发掘价值被相对低估的公司、行业和市场。比如说正是有了市盈率这个指标的桥梁，宝钢和武钢、宝钢和神华、钢铁行业和煤炭行业、A股市场和港股市场这些不相干的单元才具备了一定的可比性。全球各主要资本市场的市盈率比较参见表3.19。

表3.19 PE全球标准

年度	中国台湾	纽约	东京	韩国	伦敦	中国香港	泰国	新加坡
1993	39.71	16.15	64.90	14.10	24.40	21.59	26.09	37.30
1994	33.52	14.71	79.50	18.00	16.30	10.73	19.51	26.20
1995	21.31	13.89	86.50	17.90	15.60	11.44	19.75	24.00
1996	29.01	15.71	79.30	19.40	15.90	16.69	11.97	21.70
1997	27.04	18.58	37.60	19.30	19.15	12.10	6.59	15.20
1998	26.14	21.88	103.10	12.60	23.02	10.66	10.04	19.04
1999	47.73	25.13	—	16.20	30.45	26.73	14.70	99.19
2000	14.84	22.85	170.80	21.00	23.31	12.80	5.52	20.91
2001	41.57	31.06	240.90	20.00	20.29	12.18	4.92	16.75

总体上看，市盈率越低，说明股价被低估的潜力越大，但要注意，这只是总体上的规律，对个案可能并不是一一对应的。有人通俗地把市盈率理解为人的年龄，20岁到40岁是人生创业的黄金时期，是事业成长最快的阶段，对于20—40倍市盈率的公司也是同样如此。低市盈率和高市盈率往往反映公司要么成长性不足，要么股价已经透支了未来的成长。同样，这种总体上的理解并不能绝对地套用在个案上，就像现实中既有少年英雄，也有老骥伏枥的道理一样。

普通投资者常常以为用市盈率选股就是买入低市盈率的股票，但实际上远不是这样简单。市盈率规律表明，市盈率与预期增长、公司基本面、增长稳定性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等要素有关。成熟市场中低市盈率也许并不意味着股价低估，而是企业基本面风险较大，或者增长较慢的结果。因此，在比较中需要控制增长、基本面等因素的影响。由于预期增长是影响市盈率最主要的方面，所以专门有个指标用以反映调整了预期增长后的市盈率，称为价值成长比率(PEG)，计算方式是用市盈率比上预期的每股收益增长率和100的乘积：

$$\text{PEG} = \frac{\text{市盈率}}{\text{每股收益预期增长率} \times 100}$$

比较不同企业的PEG需要将数据置于相同的前提之下，尤其是每股收益预期增长率，它可以是三年的预期复合增长率，也可以是未来一年的预期增长率，但不管怎样，比较双方的计算时间基础应当相同。在其他如风险等因素不变的情况下，可以说PEG越小的股票，投资机会越好。比如，一个市盈率为20倍，增长率为10%的股票，PEG为2；另一个市盈率为30倍，增长率为30%的股票，PEG为1，相较之下后者的投资价值更佳。此外，除了进行相对价值的比较，PEG也是一个衡量绝对投资价值的参考指标。有投资格言说道：市盈率低于增长率的股票是理想的投资对象，就是指PEG小于1。

还有人把市盈率理解为用当前价格买入一家公司后的投资回报年数。这种理解也有一定道理。如20倍的市盈率表示用当前价格买入公司，按公司的现有盈利水平可以在20年内收回投资(注意，盈利回报与分红回报是不同的，市盈率是按公司每股收益计算的，而每股收益并不能完全分红，要留下资本公积、盈利公积等之后才能分红)。这种解释有一个好处，那就是对公司股价的理解很直观，如果某家公司的市盈率是100倍，即意味买入公司要100年才能收回投资，就静态市盈率而言，公司股价明显被高估了，而一个市场的市盈率水平达到这种程度，就意味市场整体的泡沫化程度相当严重了。这就是在2007年5月中下旬，当A股市场市盈率中值突破100倍以后，我在第一财经《今日股市》中多次强调市场风险的原因。而随后管理层强烈的提高印花税政策措施及市场猛烈的调整更显示出对股价高估的担忧。

市盈率的计算表面上很简单，实际上由于每股收益取值的不同，也体现不同的含义。通常采用公司最近季度的收益转化为年度收益的方法计算(当前市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盈率)，也可采用最近四个季度业绩之和计算(四季市盈率)，也可采用最近一个年度的业绩计算(历史市盈率)，还可采用未来预期的每股收益计算(预测市盈率)。四种计算方法都被市场广泛采用，但四种计算方法的名称在市场上并无统一标准，甚至都被称为"市盈率"。这种情况有时会造成混乱，在谈到同一家公司或行业时，市盈率由于计算方法的不同会有偏差，因此对于不同机构发布的市盈率计算，投资者在引用时需要了解其计算标准。通常而言，当前市盈率对公司价值反映比较敏感，较为常用，在使用时要注意公司业绩的季节性波动问题。而预测市盈率的作用越来越重要，它是体现公司未来成长的重要参考，但预测每股收益的准确性会影响预测市盈率的有效性。历史市盈率较为钝化，反映的是业绩收入的历史情况。四季市盈率的灵敏度介于当前市盈率和历史市盈率之间，虽然比较钝化，但由于克服了公司业绩季节性变化的因素，因而比较稳定。

运用 PEG 时同样有限制性的条件。这种条件之一是对未来盈利的合理预期，之二是当前 PE 也要在一个合理的区间。如果当前市盈率已高达 100 倍，即使是未来预期有 100%以上的成长率，这种 PEG 的可信度也是值得怀疑的。这种情况的出现很可能是对盈利预期走向了不切实际的极端，而这种情况在证券市场，尤其是 A 股市场又太普遍了。

真实的成长所带来的股价上涨可以用市盈率解释，而成长概念同样能够刺激股价表现，那么这种上涨属于什么性质，超越基本面水平之上的上涨能够持续多久呢？

当市盈率不能解释股价上涨的时候，市场泡沫就可以用"市梦率"一词来表达。在我国的市场中，重组、资产注入等题材以及在这些题材背后隐约的高成长预期是市梦率的最好例证。人都有梦想，何况是在股票市场这样一个容易群情激昂的地方。预期增长率是决定市盈率水平的重要因素，关键是作出预期的头脑是否具备足够智慧和理性。不仅是 A 股市场，全世界股市的历史证明，在某些情况下，预期会显得异常乐观，从而把市盈率抬高到平常难以置信的高度，这样，浮在理性预期型的盈利增长上空的"梦想型"增长便出现了。这种过于乐观估计企业的成长速度，或者将高速成长期限外推太长的"梦想"一旦遭遇现实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的打击，将毫不留情地破灭，股票价格也就由天堂跌入地狱。

华尔街近百年投资史中出现了多次梦想型的行情，几乎都与重大的外部环境变化，尤其是技术变革有关（见表 3.20）。

表 3.20 华尔街"梦想"行情时代回顾

时　期	热门股票	背　景
19 世纪末	铁路公司	铁路改变了美洲大陆的交通
20 世纪		
20 年代	汽车股、钢铁股	电气化，汽车
50 年代	铝工业股	战争真正结束
60 年代	电子工业股、塑料股	美苏军备竞赛
60 年代中期	并购股	混合兼并
80 年代早期	生物技术股	抗癌药物问世
90 年代后期	网络股	网络新经济

资料来源：《漫步华尔街》。

19 世纪末铁路的经济革命意义不用多说了。20 世纪 20 年代是技术进步的经济繁荣时代，由电气化与汽车主导的新技术革命迅速成为社会经济的主角，到了 1927 年，63%的家庭拥有了电熨斗、烤箱、吸尘器、洗衣机，还有收音机——它与电影一道创造了新的全国性的大众文化。从 1920 年到 1929 年，汽车的登记数增加了 3 倍，达到了 2 700 万。当福特在 1928 年宣布他将推出新的 A 型车时，数以百万计的美国人对这种尚未谋面的汽车下了订单。

20 世纪 60 年代初的几年，出现了一场电子狂潮，凡是与电子工业沾边的股票都出现了暴涨。和后来网络狂潮时".COM"公司鸡犬升天一样，当时出现大量名称带有后缀"trons"和"onics"的电子股，它们受到资金的追捧，市盈率甚至被抬高到上千倍。当然，其中有很多公司只是名称上带有"电子的"后缀而已，实际业务可能与电子工业相差十万八千里，这正像 A 股 1999 年中流行将公司改名为"××科技"一样。

自 1983 年开始，股票市场兴起了以生物工程为代表的高科技概念。由于当时生物基因技术的抗癌药物等相继问世，投资人的情绪被人类将被拯救于病痛的狂喜所驱动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

IT技术和互联网的"新经济"投资思想出现在20世纪90年代后期，也是A股市场1999年和2000年科技网络股行情的榜样。人们比以往任何一个时刻都更加相信世界将因网络而改变，一家公司哪怕还没有一分钱的收入，只要是公司的名称中出现了".COM"，就足以让乐观的投资人立马相信这个简单的缩写和前面的一个小点所暗示的美妙前程，从而迫不及待地买入。而其和传统公司相比，网络公司所带来的财富效应更加迅速，投资网络股并不用像投资可口可乐那样需要耐心等上好多年才会得到不菲的收获。

这几个"似火牛年"中的财富梦想都有着深刻的技术革命和社会经济变革背景，而在金融史上被转述最多的梦想其实与技术没有关系。故事发生在17世纪30年代的荷兰。郁金香球的价格飞涨，速度之快与后来网络股的飙升一样，令投资人欣喜若狂。一棵稀罕的极品郁金香球种售价可能相当于阿姆斯特丹运河边的一幢豪宅。在这股狂热到达巅峰时，也就是1636年至1637年的那个寒冬，交易商们聚在小酒馆中，疯狂地进行郁金香球的期货买卖。他们希望一夜之间赚上比他们原先作为店主、艺术家或者卖苦力时干上十年所赚的还要多得多的钱。树不会长到天上去，投机狂潮终有结束之时。事实的确如此，但结束的突然还是出乎很多人的意料。在1637年2月的第一个星期二，郁金香球的价格停止了上升，市场几乎是顷刻之间就崩溃了。

英国人查尔斯·麦基(Charles Mackay)在他1841年出版的一本书中记述了这个故事，书名叫作《大众幻想与群众性癫狂》(*Memoirs of Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*)。

华尔街所谓的蓝筹股也未能对"市梦率"免疫。20世纪70年代，美国股市从电子股泡沫破灭中缓过神来，投资人看上了有着稳定历史业绩的绩优股，由此形成一轮以50只最大绩优股为投资核心的"漂亮50"行情，IBM、柯达、GE、麦当劳等公司都包括其中。而这场投资活动在后期也形成了"梦想"股价，在1973年、1974年熊市到来前，"漂亮50"的市盈率平均达40倍以上，最高的超过了90倍，而在熊市期间，这些公司的股价下跌了50%—80%，市盈率才重又回到合理的区间。

对于股票投资而言，梦想很危险，因为它很接近幻想，支撑股票价格的往往

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只剩下投资人的情绪，其脆弱性可以想象。所以，每一次的梦想行情都是以泡沫破灭收场的。20 世纪 20 年代的华尔街，像任何一次金融危机一样，1929 年的危机前是一片欣欣向荣。社会中涌现的暗流，像银行不良资产增加、社会财富分配不公、社会信用受到破坏、上市公司行为扭曲等等，都被节节攀升的股市和对幸福未来的憧憬吹得无影无踪。1929 年 10 月 24 日，纽约股票市场崩溃了，这使胡佛总统当天的演讲变成了历史性笑话："美国繁荣的基础是牢固的，美国将更加繁荣昌盛。"

1929 年美国股市的崩溃和随后十年的经济萧条是整个 20 世纪世界历史中的重大事件。20 年代是美国经济快速发展的十年，股市预期的财富增长速度大大超出了实质经济能支持的速度，这就像人体一样，某个器官的膨胀已经超过了躯体的承受极限，最终导致整个经济体的崩溃。

由于中国证券市场发展阶段的特殊性，所以"市梦率"有着与华尔街不同的成因。如果把华尔街概念股的行情发展路线总结为"实质技术推动——情绪推动"或"价值推动——人气推动"，那么 A 股市场上的概念股很多情况下只是利用联想，成为庄家炒作的工具，制造逻辑是"事件联想——想象催化"，实际上并不存在技术革新基础或者社会变革背景。

有实质性内容支撑和仅仅是联想的概念股行情在上涨高度和持续时间上都有着巨大的差别。有实质性增长背景的股票首先是市盈率抬高，股价上涨，涨到一定程度后才进入市梦率的阶段，而联想性质的概念股从上涨的那时起恐怕就已经是想象在作祟。

技术发展往往是有实质性内容的概念股兴起的前奏，而这个技术变革往往会形成新的产品甚至产业，是经典的成长故事。技术发展带来的社会生活的变化开始影响人们的生活和对未来的预期，同时技术的创新还在不断进入应用领域，提供更新奇的体验，于是股价的不断上涨被认为是真实的，是对行业或者企业基本面的反映。成长股经常被高估就发生在这里，由于证券市场的信息传递是如此的迅速和有效，股价的不断上涨成为"这一次真的不一样"最好的证明，因此股价又被源源不断的买盘推得更高，市梦率出现，泡沫由此产生。不过，这时不用急于抛出股票，因为泡沫会吹多高谁也说不清楚，用市盈率眼光来看市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

梦率对公司基本面的反映就会错过推动人气的现实。当基本面高增长的拐点出现时，市场的顶峰往往也就到了。所谓拐点，可能是技术不再突破、市场规模限制、增长速度放慢，也可能是恶劣的质量事件，或者是国家政策出现变化等等。这时才是卖出的恰当时机。这好比高尔夫中的果岭推杆，总是要用的力量稍微大些，大到将球推过球洞，而又不至于推得太远，原因是只有这样才能有进洞的机会，否则不管线路如何正确，球将永远不能到达洞口。

市盈率是股价轮回的起点和终点的循环，而市梦率是市盈率的一个影子。当股票的价格中含有梦想的因子时，使用市盈率作为投资决策的依据仍然有效。不过，这时不是用市盈率来估值，而是判断股价的变动方向。如果一直是按照保守前提进行市盈率估值，当得出股价上涨的结论后，即使现实的交易价格已经远高于估值数，但仍然可以持有，卖出是在市盈率估值发出股价转向的信号时。

如果把估值相对合理（市盈率 0—40 倍之间），未来一年及二年盈利预测的 PEG 均小于 1，半年内对公司作出盈利预测的券商研究员在 2 人以上，公司过去三年盈利持续稳健增长的低估成长型公司作为一个投资组合，这样的组合理论上应该可以跑赢市场，而实际情况也正是如此。根据对 2007 年初按上述条件所筛选的 74 家公司的统计，从 2007 年 1 月 4 日到 8 月 31 日八个月期间，平均涨幅为 174%，上证指数同期上涨 91.3%，相对上证强 90%。按上述策略，2007 年 8 月 22 日的选股结果有 24 家公司，见附七（摘自 2007 年 8 月 23 日第一财经今日股市演示资料）。

附七：低估成长型选股结果（见表 3.21）

表 3.21　低估成长型选股结果

序号	股票代码	股票简称	所属行业	净利润增长稳健度	市盈率（倍）	PEG 一年	PEG 二年	半年预测人数
1	000422	湖北宜化	化工产品	持续增长	29.7	0.5	0.6	3
2	000589	黔轮胎 A	轮胎橡胶	持续增长	24.9	0.5	0.6	3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

序号	股票代码	股票简称	所属行业	净利润增长稳健度	市盈率（倍）	PEG一年	PEG二年	半年预测人数
3	000651	格力电器	家电	持续增长	35	0.7	0.9	8
4	000690	宝新能源	火电及水电	持续增长	33.5	0.9	0.6	7
5	000709	唐钢股份	钢铁	持续增长	18.3	0.4	0.6	4
6	000755	山西三维	化工产品	持续增长	33.2	0.3	0.4	10
7	000825	太钢不锈	钢铁	持续增长	16.5	0.2	0.3	7
8	000898	鞍钢股份	钢铁	持续增长	18.1	0.6	0.7	12
9	600028	中国石化	石化	持续增长	16.7	0.5	0.7	12
10	600030	中信证券	证券保险	持续增长	26.6	0.1	0.3	14
11	600033	福建高速	公路路桥	持续增长	20.9	0.8	0.9	3
12	600060	海信电器	家电	持续增长	38.5	0.9	0.9	2
13	600169	太原重工	设备制造	持续增长	39.5	0.3	0.5	2
14	600177	雅戈尔	服装	持续增长	19.8	0.2	0.4	6
15	600219	南山铝业	有色金属	持续增长	36.4	0.1	0.2	7
16	600233	大杨创世	服装	持续增长	21.4	0.7	0.9	2
17	600330	天通股份	电子元器件	持续增长	33	0.7	0.9	4
18	600352	浙江龙盛	化工产品	持续增长	28.7	0.5	0.8	4
19	600357	承德钒钛	钢铁	持续增长	37.3	0.5	0.6	2
20	600426	华鲁恒升	化肥	持续增长	31.4	0.8	1	10
21	600533	栖霞建设	房地产	持续增长	38.4	0.9	1	8
22	600548	深高速	公路路桥	持续增长	21.6	0.6	1	6
23	600685	广船国际	其他交通设备制造	持续增长	35.2	0.2	0.4	7
24	600962	国投中鲁	食品及食品加工	持续增长	30.4	0.6	0.8	3

7. 小结：学会总结投资的六个理由

分析公司价值时，还有一些重要指标，如盈利预测中枢价值、投资价值评级等，因为这些指标是探索型研究，市场上并没有统一的标准，使用上也更为专业，今后本书有机会再版时再深入介绍。

但需要特别说明的是，很多投资者希望有一个神奇指标能够解决投资中的所有问题，或者市场上有一个类似“神”一样的人，能够点石成金。实际上世界

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上并没有神，也根本不存在神化的指标。好在基本分析指标都有投资的内在含义，反映的是公司经营管理中的一些实际情况，因而理解起来比较方便，不像技术指标多用字母代替，显得神秘而难懂。

公司价值分析指标有的可以单独使用，有的需要组合使用，有的适用于大部分市场，有的只适于局部行业和市场。掌握好运用好这些指标，除了学习就是实践，除此之外没有什么更好的方法，也不存在捷径。在实践中不断总结和摸索对自己最合适的投资策略，通过在市场上的不断磨炼，最终将取得投资上的成功。

想找到一个神化的指标就如同期待一个高尔夫新手上场就打平标准杆一样不现实。但是投资有风格，世界级大师的风格各有不同，有的强调价值，有的偏好成长，那是经过长期的实践，对投资真谛的理解达到巅峰境界才成为大师。

价值投资指标的理解也不像技术分析，无法定出达到某一种参数值就是"好"或"不好"，价值方法指标具有整体性，每个指标是"马路警察，各管一段"，但优势互相关联，互相支持着发挥作用，因此对指标决不能绝对化，而是要融会贯通、灵活运用。就好比在医院里看体检报告，所有的体检指标都权衡比较后才能对身体状况有一个全面的认识。买入一家公司前，必须经过严肃认真的选股，深入细致的分析，每买入一个股票都要做到自己总结出买入的六大理由，这样才能树立操作的信心和底气。这也是我多年投资得失总结的一点心得。西部矿业上市第一天有人向第一财经主持人左安龙质疑其10送转50的问题，左老师将问题转给我，当我发现网上很多人在盲目谴责这家公司的时候，决定深入研究一下这家公司，结果是发现了一家上市即迅速翻倍的超级大牛股。在研究报告中，我总结了投资这家公司的六大理由具体如下：

(1) 独特资源：铅精矿全国第二，锌精矿全国第四，铜精矿第七，有望达到全国第一。

(2) 高速成长：一年净利润接近赚一个公司(净资产)。

(3) 竞争优势：具有西部采矿的优质团队。

(4) 眼光卓越：董事长毛小兵在低潮时勇于购矿，具有非凡的战略眼光。

(5) 中国因素：中国因素刺激全球有色金属行业将持续繁荣。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(6) 价格低估:按上市时矿业估值定价在45元较为合理,而其上市定价仅为31元。

我将研究报告的题目定为“天上掉下个林妹妹”,有两层含义,一是公司很漂亮,二是左老师提醒我才关注,是股改后的新政策让这样优质的公司留在A股市场让国民共享财富。这篇报告全文见附八。

附八:天上掉下个林妹妹——西部矿业价值分析

一、IPO新招——摊薄再发

公司截至2006年底的股份总数为32 050万股。根据公司2006年年度股东大会,公司以资本公积金、法定公积金转增股本和未分配利润送红股。具体方案为:以2006年12月31日的本公司股份总数32 050万股为基数,以资本公积金按每10股转增12股的比例向全体股东转增股份共计38 460万股;以法定公积金按每10股转增3股的比例向全体股东转增股份共计9 615万股;以未分配利润按每10股送红股35股的比例向全体股东送股计112 175万股。上述转增和送红股的工商变更登记手续已经全部完成,公司股份总数为192 300万股。按照目前的股本计算,公司2006年度的每股净资产为1.40元,每股收益为0.80元,每股经营活动产生的现金流量为0.57元,每股净现金流量为0.23元,公司特别提醒投资者注意本年度的股本变化对公司相关财务指标的影响。

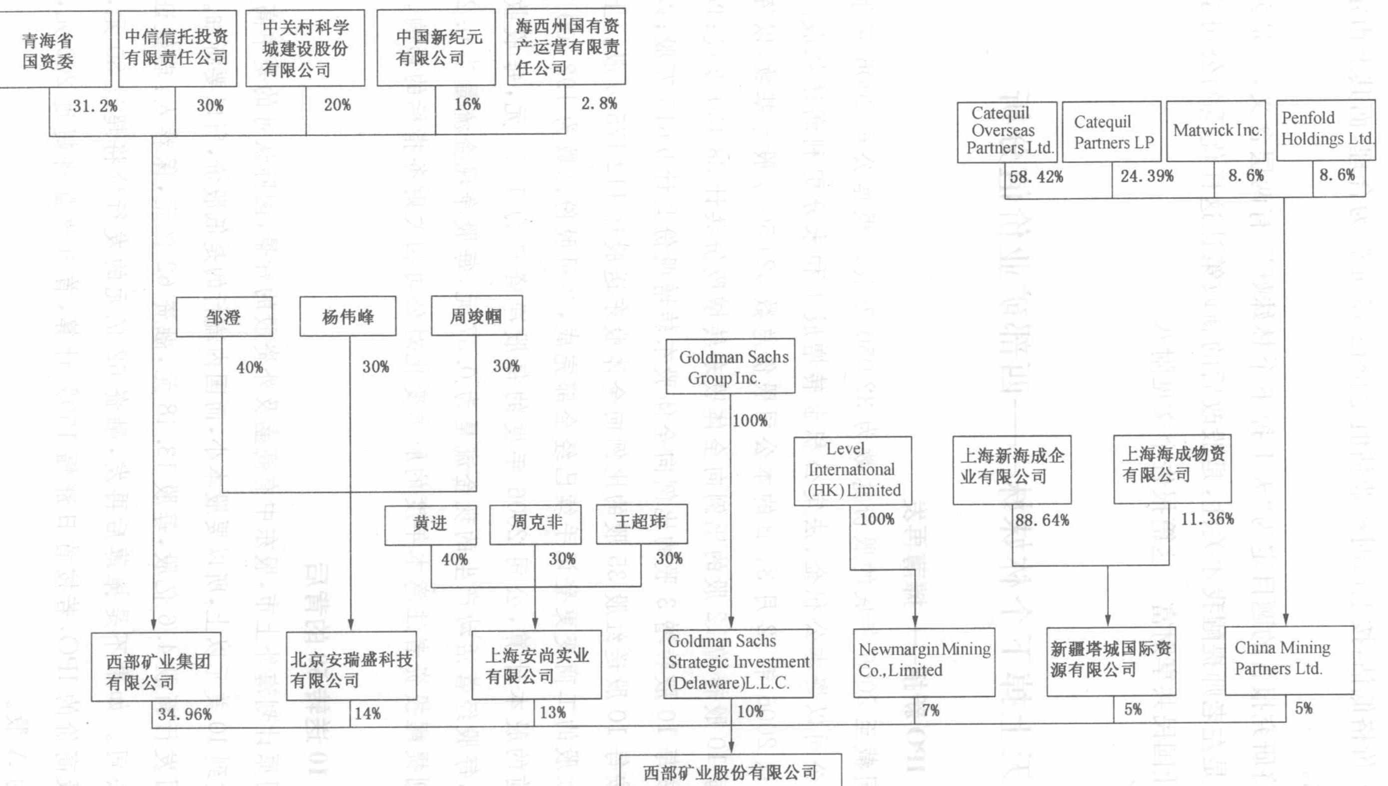
二、10送转50的背后

公司原计划海外上市,股东中有高盛及外资股的背景,国际认可的是中高股价,因此要发到10美元以上,所以要股本小,而国内流行的是低股价,所以要拆细。

公司发行新股4.6亿股,每股13.48元,融资62亿元,保荐人:瑞银证券有限责任公司。如果不是摊薄后再发,融资62亿元的发行价将超过80元,将成为历史最高价的IPO,若按首日涨幅150%计算,首日收盘将超过200元,将成为最贵的A股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、股东结构(5%以上持股)



注：中信信托为信托持股，信托受益人为中国希格玛有限公司，下同。
资料来源：公司招股说明书。

图 3.31

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、控股股东背景

持有公司发行前总股本的34.96%。控股股东是对原锡铁山矿务局进行整体改制，于2000年5月8日设立的有限责任公司。截至2006年12月31日，其注册资本16亿元，住所为西宁市五四大街56号。控股股东为全国工业重点行业效益十佳企业。

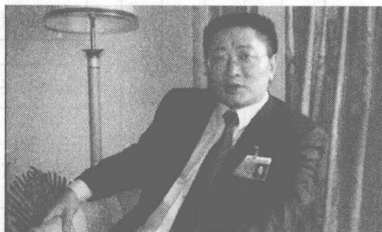
控股股东现有股权结构：青海国资委持有31.2%的股权；中信信托持有30%的股权；中关村科学城持有20%的股权；中国新纪元持有16%的股权，海西州国资运营公司持有2.8%的股权（公司董事江彪2007年1月任集团副董事长，同时于2001年11月至今任中关村科学城董事、总裁；于1999年12月至2001年10月任中国新纪元董事长，可管窥中关村与新纪元有某种关联关系）。

根据北京五联方圆会计师事务所有限公司青海分所的审计报告，截至2006年12月31日，控股股东总资产为1 371 892万元，净资产为245 273万元，2006年净利润为58 950万元。

五、企业领路人——毛小兵

湖南常德人，1965年3月生，博士、高级工程师。第十届政协委员，中国矿业联合会副会长、中国有色金属工业协会副会长。2005年全国“五一劳动模范”，第二届有色金属行业具有影响力人物之一。

1985年北京科技大学毕业后放弃留在北京，选择了到青海锡铁山矿务局工作。1994年任锡铁山矿务局副局长，主管经营工作；1999年担任局长，即判断资源不可再生，指挥公司在全国逢低收购矿山；2005年对矿务局进行了整体改制。

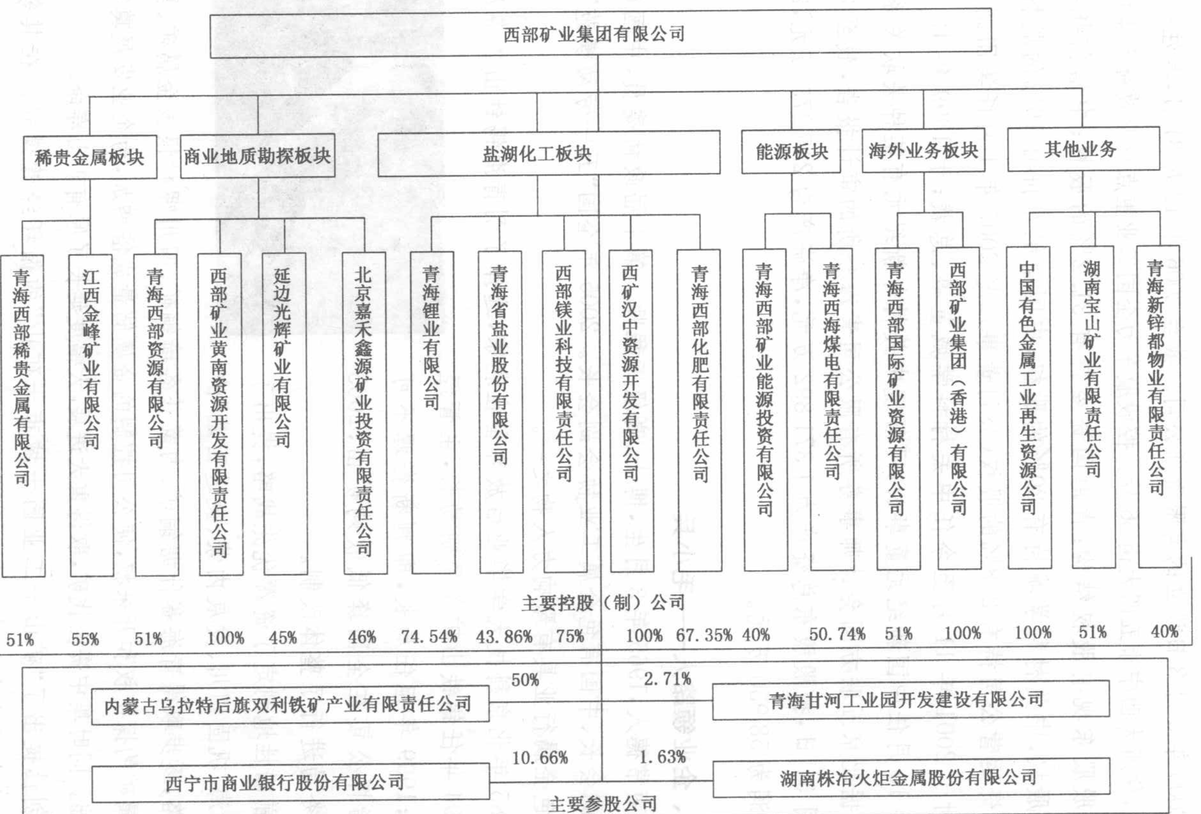


他前瞻性地制定了资源优先战略，提出了“立足青海、巩固四川、发展内蒙、挺进西藏”的发展思路，逐步取得青海赛什塘铜矿、内蒙获各琦铜矿、四川呷村银多金属矿、夏塞银多金属矿的探矿权和开采权，使公司控制的金属储量成倍增加，为企业发展奠定了资源基础。同时集中资金找矿，取得重大进展，大幅度延长了原有矿山寿命。

开创性提出了“矿山＋工业园＋城市＋矿山”的循环经营模式。在其领导下，公司的发展速度和效益水平创造了中国有色金属行业发展史上的新纪录。注重“人性化管理＋制度管理”，注重人才，本人低调，在其带领下，公司资产规模、销售收入和企业效益连续六年翻番增长，七年净利润增长20倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

六、控股股东资产



资料来源：公司招股说明书。

图 3.32

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

七、重要股东背景及承诺

Goldman Sachs Strategic Investments(Delaware) L. L. C. 系 Goldman Sachs Group Inc.(高盛集团有限公司)的全资子公司,发行前(下同)持有10%股份。

China Mining Partners Ltd. 为一家在开曼群岛注册登记并且有效存续的有限责任公司,控股股东 Catequil Asset Management 背景不详,持有公司7%股份,全权委托上海联创创业投资有限公司管理,和上海联创为一致行动人。

上海联创创业投资有限公司:2006年中国创业投资机构50强中排名28位,持有公司3%股份。该公司具有软银背景。

Newmargin Mining Co., Limited,于2004年2月26日在英属维尔京群岛注册登记,占有公司7%股份,其唯一股东为 Level International(HK)Limited,背景不详。

控股股东承诺上市后36个月内、参股股东承诺12个月内,不转让股份。

八、资源类公司:周期性强

以精矿所含金属量计算,2006年公司为全国第二大铅精矿生产商、第四大锌精矿生产商及第七大铜精矿生产商。

2006年,公司的精矿产量(以精矿所含金属量计算)分别为:铅精矿60 397吨、锌精矿76 635吨和铜精矿25 967吨,分别占当年全国铅、锌和铜精矿产量的8.2%、3.6%和3.4%。

目前,公司全资持有或控股并经营四座矿山:锡铁山矿、获各琦矿、赛什塘矿及呷村矿,此外公司还持有玉龙铜矿41.0%的股权。其中,锡铁山矿是中国年采选矿量最大的铅锌矿;获各琦矿是中国储量第六大的铜矿;赛什塘矿是青海省采选能力最大的铜矿;呷村矿是四川省储量最大的银多金属矿;而玉龙铜矿有潜力成为中国储量最大的铜矿。

公司的业务还包括锌、铅和铝的冶炼与精炼。2006年,公司冶炼板块的产量为30 782吨电解锌、20 890吨电解铅和95 960吨电解铝。除核心开采和冶炼业务外,公司还开展基本金属贸易业务,主要贸易产品包括电解锌、电解铝、锌精矿、金属铜及铅精矿等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

九、公司矿产分布



资料来源：公司招股说明书。

图 3.33 公司矿产分布

十、公司矿产规模

表 3.22 公司的主要矿产资源情况

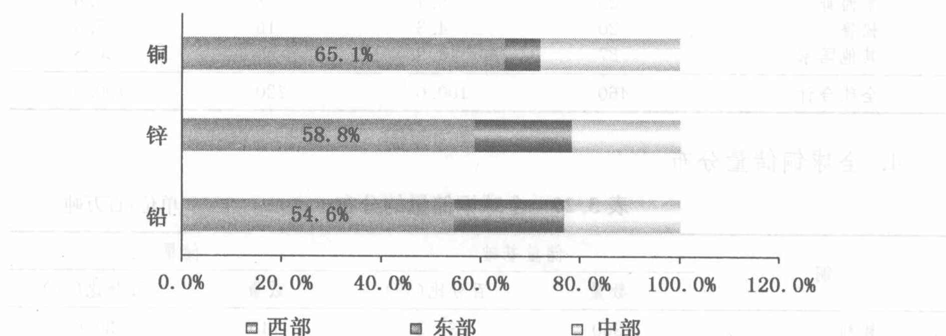
	锡铁山矿	获各琦矿	赛什塘矿	呷村矿	玉龙铜矿项目
省份	青海	内蒙古	青海	四川	西藏
地位	中国年采选矿量最大的铅锌矿	中国储量排名第 6 的铜矿	青海省采选能力最大的铜矿	四川省储量最大的银多金属矿	有潜力成为中国最大的铜矿
公司持股	100%	100%	51%	51%	41%
投资日期	公司成立以来	2002.12	2000.4	2003.4	2005.4
资源储量（原矿石）	2 299 万吨	8 283 万吨	4 883 万吨	1 328 万吨	42 165 万吨
资源储量	锌：136.76 万吨 铅：98.76 万吨 银：1 538 吨 金：19.91 吨	铜：50.32 万吨 锌：70.46 万吨 铅：61.29 万吨	铜：57.96 万吨	锌：87.04 万吨 铅：52.05 万吨 铜：8.07 万吨 银：1 863 吨	铜：320.02 万吨 （氧化铜 105.8 硫化铜 214.2）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

玉龙铜业公司持股41%，为第一大股东；紫金矿业集团股份有限公司持股39%，西藏自治区地勘局第六地质大队持股10%，西藏自治区昌都地区国有资产管理公司持股8%，西藏自治区矿业开发总公司持股2%。

十一、中国因素

1. 中国铅、锌、铜的区域分布



数据来源：公司招股说明书。

图3.34 中国铅、锌、铜资源按地区分布

2. 全球铅储量分布

表3.23 全球铅储量的分布 单位：百万吨

铅	储量基础		储量	
	数量	百分比(%)	数量	百分比(%)
中国	36	25.7	11	16.4
澳洲	28	20.0	15	22.4
美国	20	14.3	8	12.1
加拿大	9	6.4	2	3.0
哈萨克斯坦	7	5.0	5	7.5
秘鲁	4	2.9	4	5.2
墨西哥	2	1.4	2	2.2
其他国家	34	24.3	21	31.2
全球合计	140	100.0	68	100.0

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 全球锌储量分布

表 3.24 全球锌储量的分布 单位：百万吨

锌	储量基础		储量	
	数量	百分比(%)	数量	百分比(%)
中国	92	20.0	33	15.0
美国	90	19.6	30	13.6
澳洲	80	17.4	33	15.0
哈萨克斯坦	35	7.7	30	13.7
加拿大	31	6.7	11	5.0
墨西哥	25	5.4	8	3.6
秘鲁	20	4.3	16	7.3
其他国家	87	18.9	59	26.8
全球合计	460	100.0	220	100.0

4. 全球铜储量分布

表 3.25 全球铜储量的分布 单位：百万吨

铜	储量基础		储量	
	数量	百分比(%)	数量	百分比(%)
智利	360	38.3	140	30.0
美国	70	7.4	35	7.5
中国	63	6.7	26	5.6
秘鲁	60	6.4	30	6.4
波兰	48	5.1	30	6.4
墨西哥	40	4.3	27	5.8
印度尼西亚	38	4.0	35	7.5
其他国家	258	27.8	144	30.8
全球合计	937	100.0	467	100.0

综上所述，中国西部分部占有全球铜、铅、锌储量 4.4%、14.4%、12%，为公司向世界级矿产供应商的发展留下广阔的空间。

5. 2010 年全球铅需求预测

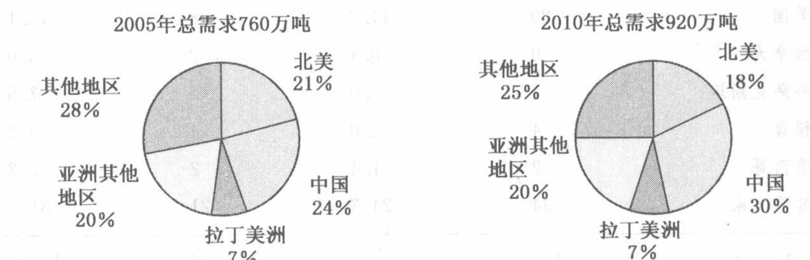


图 3.35 全球 2005 年的铅需求量和 2010 年的预测数据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2010 年，中国占全球铅需求比例将由 2005 年的 24%上升到 30%。

6. 中国铅精矿进出口量

表 3.26 中国铅精矿的开采量和进出口量(2001 年—2006 年)

单位：千吨

	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年
开采量	676	641	955	997	627	740
进口量	397	389	679	831	1 030	1 189
出口量	—	—	—	—	—	—

资料来源：安泰科。

对比上市公司：中金岭南凡口铅锌矿，铅矿全国排名第三，公司排名第二。

7. 铅金属价格走势



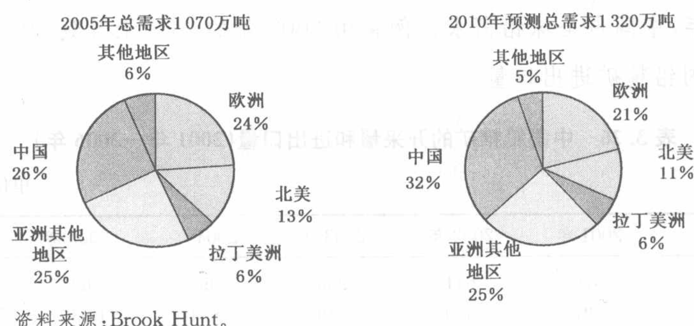
图 3.36 LME 和上海有色金属网铅金属每月均价走势(2001 年 1 月—2007 年 3 月)

从铅价格走势与中国进口量对比可见，中国进口量 2003 年开始激励直接刺激了全球铅价上涨，预测中国因素的发挥可到 2010 年。

8. 2010 年全球锌需求预测

2010 年中国铅需求占全球总比例将由 2005 年 26%上升到 32%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：Brook Hunt。

图 3.37 全球 2005 年的锌需求量和 2010 年的预测数据

9. 中国锌精矿进口量

表 3.27 中国锌精矿开采量和进出口量(2001—2006 年) 单位：千吨

	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年
开采量	1 693	1 624	2 029	2 391	1 822	2 142
进口量	653	785	746	616	568	828
出口量	13	4	—	—	25	—

资料来源：安泰科。

对比上市公司：中金岭南凡口铅锌矿，锌矿全国排名第二，公司排名第四。

10. 锌期货价格

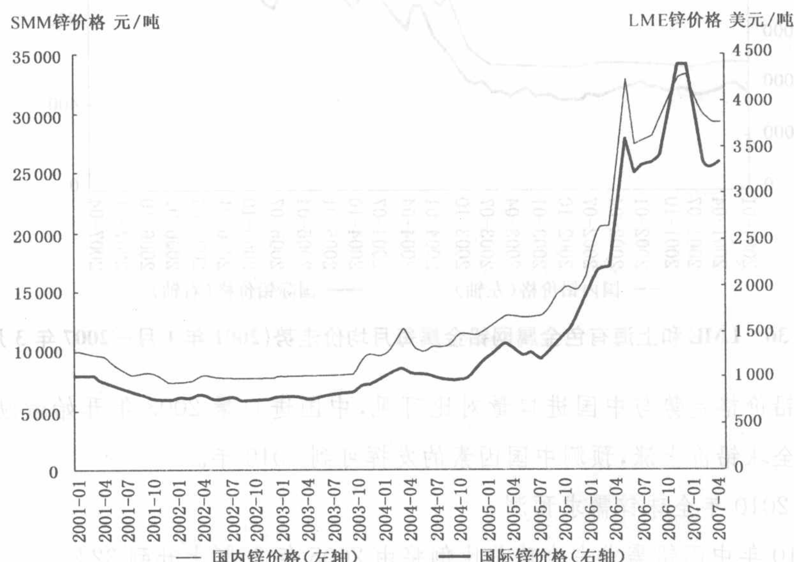
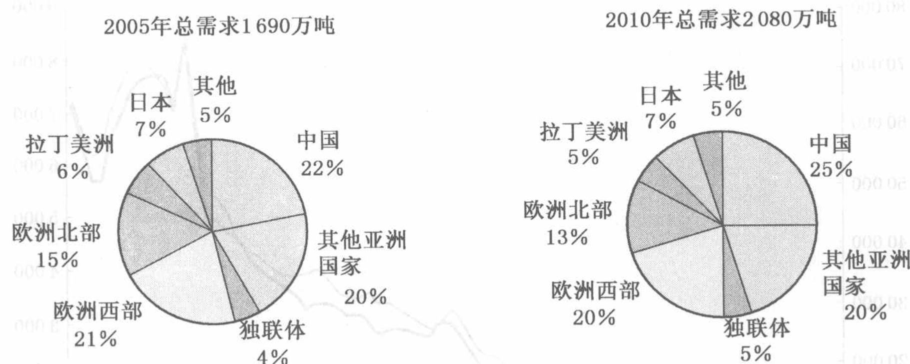


图 3.38 LME 和上海有色金属网锌金属每月均价走势(2001 年 1 月—2007 年 3 月)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2006 年中国锌矿进口大幅上升也刺激全球锌价上涨。

11. 2010 年全球铜需求预测



资料来源：Brook Hunt。

图 3.39　全球 2005 年的铜需求量和 2010 年的预测数据

2010 年中国铜需求占全球比例将由 2005 年 22%上升到 25%。

12. 中国铜精矿进出口量

表 3.28　中国铜精矿的生产量和进出口量(2001 年—2006 年)

单位：千吨

	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年
开采量	587	568	604	742	651	755
进口量	2 255	2 065	2 670	2 881	4 059	3 612
出口量	20	36	62	14	1	—

资料来源：安泰科。

对比上市公司：江西铜业，铜矿全国排名第一，公司排名第七。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

13. 铜期货价格

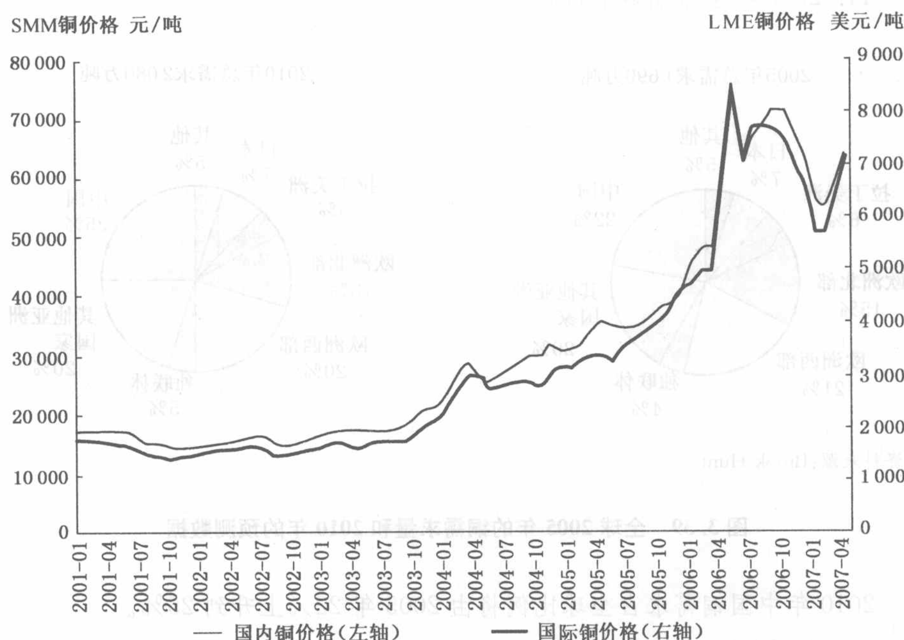


图 3.40　LME 和上海有色金属网铜金属每月均价走势(2001 年 1 月—2007 年 3 月)

2004 年开始中国进口量的上升刺激全球铜价上涨。

14. 中国因素和铜价

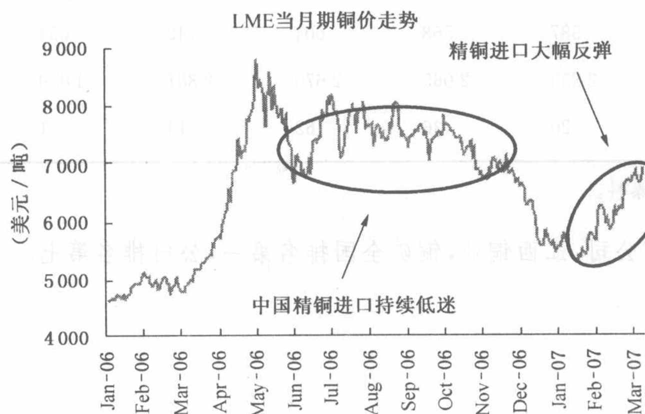


图 3.41　中国因素和铜价走势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

15. 中国因素和锌价

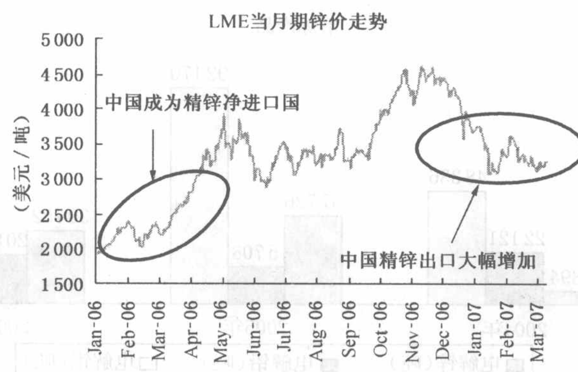


图 3.42 中国因素和锌价走势

十二、发行前主要财务指标

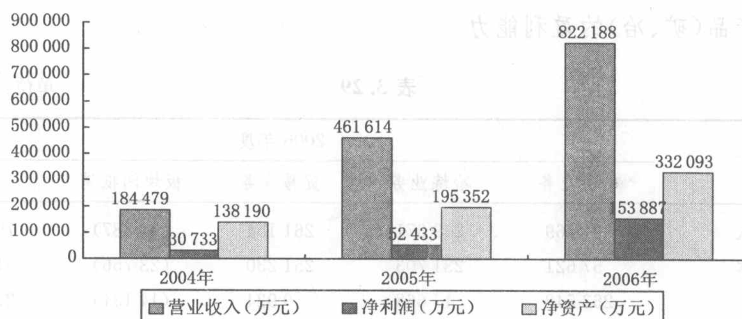


图 3.43

十三、公司产品

1. 矿产品

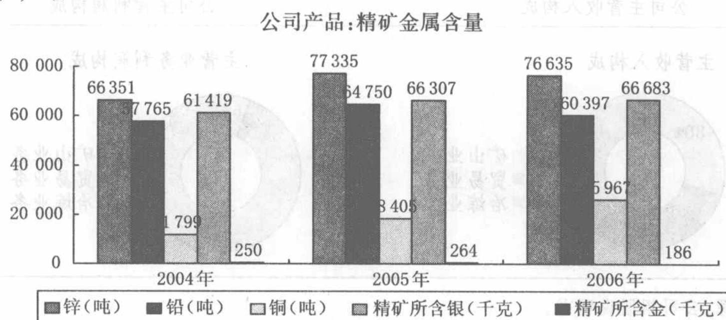


图 3.44

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 冶炼产品

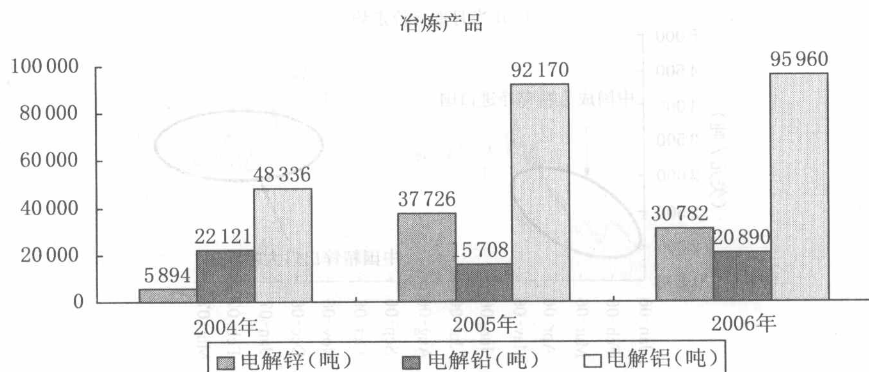


图 3.45

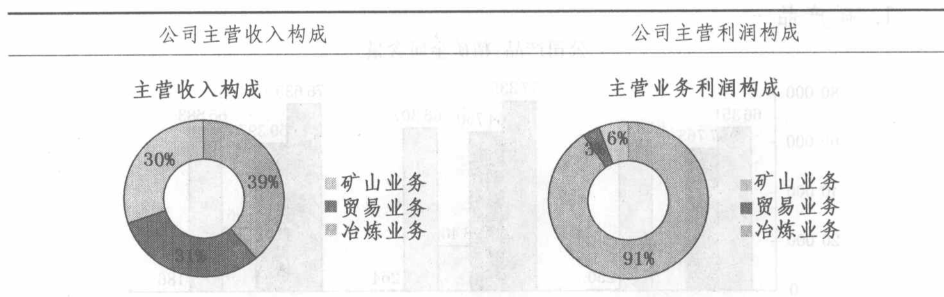
都是价格上涨的资源性产品。

3. 产品(矿、冶)的盈利能力

表 3.29　　单位:万元

	2006 年度				
	矿山业务	冶炼业务	贸易业务	板块间抵消	合计
营业收入	321 169	249 371	261 154	(37 887)	793 807
营业成本	57 621	231 703	251 230	(23 756)	516 798
毛利	263 548	17 668	9 924	(14 131)	277 009
毛利率(%)	82.1	7.1	3.8	37.3	34.9

4. 利润构成



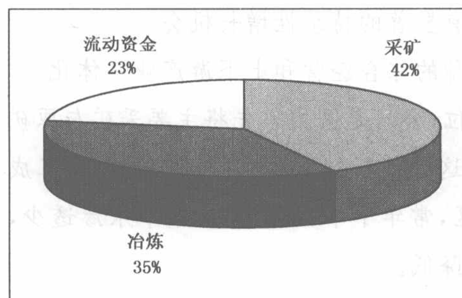
资料来源:公司招股说明书。

图 3.46　利润构成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

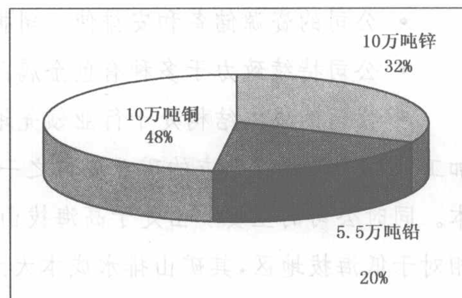
十四、公司募集资金使用

公司 IPO 募集资金投向



资料来源：公司招股说明书。

公司 IPO 募集资金中冶炼项目情况



资料来源：公司招股说明书。

图 3.47 公司募集资金使用

表 3.30 募集资金使用项目

类　　型	募集资金使用项目	募集资金使用量(万元)	百分比(%)
矿山扩建及冶炼项目	锡铁山铅锌矿深部过渡衔接工程	18 449	4.15
	获各琦矿区一号矿床铜矿采矿技改扩建工程	37 696	8.49
	10 万吨/年电锌氧压浸出新技术工程	49 682	11.19
	5.5 万吨/年铅冶炼工程	31 559	7.11
增资项目资金	玉龙铜业股权收购及增资项目	45 425	10.23
	鑫源矿业股权收购及增资项目	36 300	8.17
	再生资源股权收购及天津大通增资项目	75 000	16.89
	其他收购项目	50 000	11.26
资　　金	补充流动资金及偿还银行贷款	100 000	22.52
		444 111	

十五、公司优势

公司拥有的多项竞争优势，使得公司能够借助中国及全球经济的增长机遇，获得在西部地区有色金属探、采矿领域的持续发展。这些优势主要包括：

- 公司的领先地位和西部丰富的矿产资源使公司拥有发现和获得优质资源的优势。

- 公司拥有高海拔环境下开发矿山的优秀团队；公司矿产大部分位于高海拔地区，公司锡铁山矿人员有丰富的高海拔运作经验。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

• 公司控制多个高品质矿山，形成良好的产业地域布局。

• 公司下属数个矿山正处于试运营或改扩建阶段，未来产能将进一步提高。

• 公司的资源储备和安排使公司拥有显著的持续性增长机会。

• 公司持续致力于多种有色金属品种的综合经营和上下游产业一体化。

• 公司的成本结构处于行业领先地位；公司是国内率先将主要采矿与原矿加工业务外包给第三方的矿业公司之一，这种创新模式大大降低了采矿人工成本。同时公司的主要矿山处于高海拔山区，常年干旱少雨，矿山地下水渗透少，相对于低海拔地区，其矿山排水成本大大降低。

• 公司管理层具有丰富的行业背景和经验。

• 矿—冶盈利模式。

十六、行业状况

• 行业持续景气。

• 矿山产量增长受到前期勘探支出过低的影响，供给的放量仍需要时间，这也是本轮金属牛市的重要原因。同理，由于冶炼产能的扩产不存在过高的门槛，一般两年左右的时间就可以达产，导致目前的冶炼企业分享行业景气的能力逐步降低，铜加工甚至取消了维持了30多年的价格分享条款，这就是目前行业内利润持续向上游集中的根源。

• 世界经济尤其是中国经济的向好促使需求稳步增长：在需求方面，随着以中国为代表的“金砖四国”重化工业化进程的加速，有色金属的需求稳步增长。中国2007年1—5月铜、锌、铅的表观消费分别同比上升了45.5%、10.2%和17.47%，虽然存在国储及企业库存变化的影响，但整体上有色金属的需求仍然较为旺盛，这对于处在高位的金属价格起到了明显的支撑作用。

十七、盈利预测

• 预计公司2007、2008年每股收益(eps)0.83元、0.85元。

• 2009年随玉龙铜矿的投产高速增长。

十八、风险因素

• 项目进展风险。公司募集资金项目较多，而且公司矿山处于高海拔地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

区，施工难度较大，公司多个项目同时进行，人员管理等方面有可能遇到挑战，项目施工能否按进度实施，将决定未来公司的发展速度。玉龙铜矿超过300万吨铜金属的资源量将对公司产生较大影响，玉龙铜矿项目预计将在基建施工开始约一年半后以露天开采方法生产铜精矿。玉龙铜矿一期项目计划年开采量为111万吨，年产电解铜10 000吨，而在其开始运营后的第三或第四年将每年生产约30 000吨电解铜。根据玉龙铜矿现有内外部条件，公司计划一期3万吨/年的铜冶炼产能建设计划于2009年底完成，二期建设规模为年产电铜5万吨，最终完成年产电铜10万吨的规模。

• 金属价格波动风险。公司现有铅、锌、铜以及电解铝等业务均为周期性有色金属业务，企业经营效益状况受有色金属市场价格影响较大，虽然预期未来有色金属价格仍然保持高位运行，但价格波动风险仍然存在。

• 环保政策的风险。政府目前正在逐步实施日趋严格的环保法律和法规，同时颁布并执行更加严格的环保标准控制金属的采选和冶炼业务。另外尽管公司为遵守环保法规而支付的各项支出近年来有所提高，该支出预算仍可能不足，而需要花费更多的成本和资本性支出。

• 周期性行业风险。

周期性公司的PE

彼得·林奇说，买周期性股票就像玩21点纸牌游戏，如果赌得太久，那么最终会把赢来的钱全赔光。

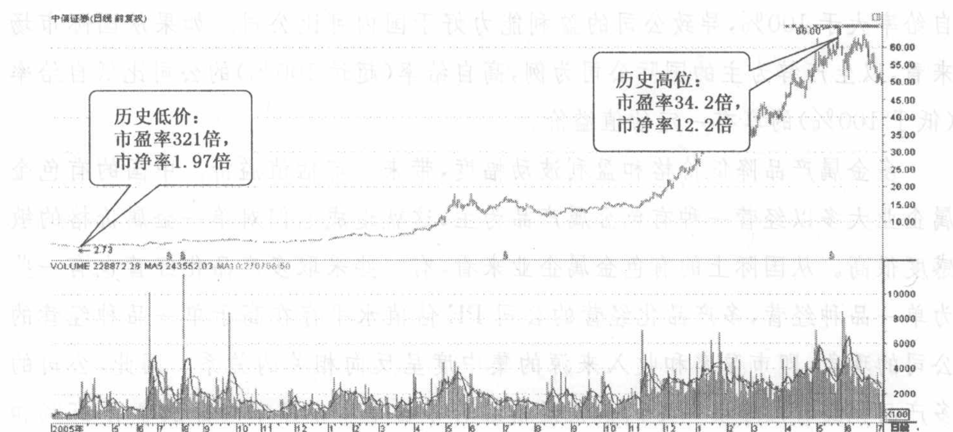


图3.48 中信证券(600030)2005年3月至2007年7月K线

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十九、估值:基准价格

• 发行后每股收益(按本公司2006年度经审计的、扣除非经常性损益前后孰低的净利润除以发行后总股本计算):0.65元,发行市盈率(按发行后每股收益计算):20.87倍。

• 发行前每股净资产(按本公司2006年12月31日经审计的净资产除以发行前总股本计算):1.40元,发行后每股净资产(全面摊薄):3.67元(扣除发行费用)。

• 发行市净率(按发行后每股净资产计算):3.67倍。

• 采矿行业剔除亏损股平均市盈率69.4倍,上市定价:45元,平均市净率12.4倍:45元。

• 公司2006年的净利润15亿元,而公司2004年的净资产13.8亿元,一年就可以赚出一个公司,是公司赚钱太多,还是公司净资产被过分低估?几乎所有机构预测上市定价都低于30元,是机构的错误,还是市场的错误?

• 相对估值,不考虑溢价因素,公司目标定价45元之上。

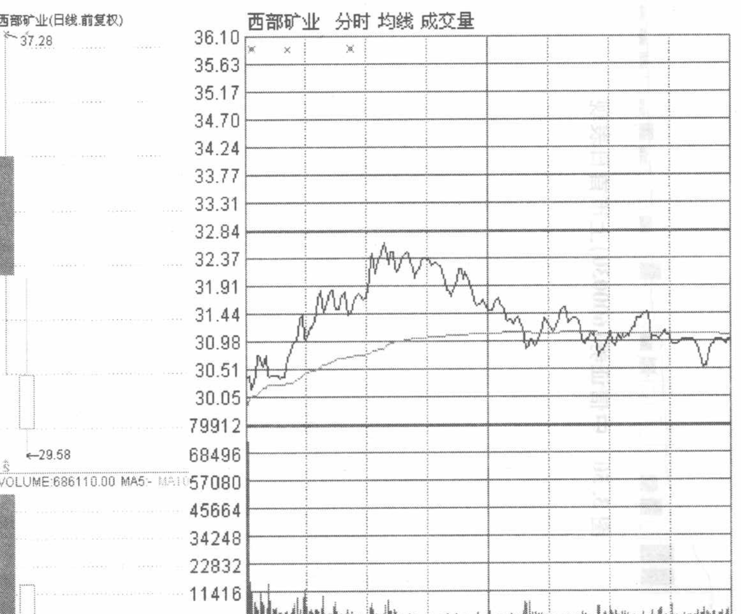
二十、估值溢价

较高的精矿自给率带来高于行业的利润率,以及估值溢价。中国的大部分有色金属企业均为冶炼产能大于矿山产能,即金属精矿自给率小于100%。而公司正好相反,充足的矿山资源保证它的矿产产能高于冶炼产能,即金属精矿自给率大于100%,导致公司的盈利能力好于国内可比公司。如果从国际市场来看,以生产锌为主的国际公司为例,高自给率(超过100%)的公司比低自给率(低于100%)的享有一定估值溢价。

多金属产品降低价格和盈利波动幅度,带来一定估值溢价。中国的有色金属企业大多以经营一种有色金属产品为主,这就造成它们对单一金属价格的敏感度很高。从国际上的有色金属企业来看,有一些采取多产品化经营也有一些为单一品种经营,多产品化经营的公司PE估值水平存在高于单一品种经营的公司的现象,即市盈率和收入来源的集中度呈反向相关的关系。因此,公司的多产品化经营应享受一定的估值溢价综合市盈率和市净率应分别享有25%和10%的溢价较为合理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二十一、上市后盘面表现



买入金额排名前 5 名营业部		
营业部名称	买入金额(万元)	卖出金额(万元)
东方证券股份有限公司杭州体育场路证券营业部	15 521.85	
海通证券股份有限公司南京广州路营业部	12 374.96	
国信证券有限责任公司深圳红岭中路证券营业部	10 875.26	
华泰证券有限责任公司沈阳小南街证券营业部	9 142.88	
招商证券股份有限公司深圳振华路证券营业部	8 164.95	
卖出金额排名前 5 名营业部		
营业部名称	买入金额(万元)	卖出金额(万元)
中信建投证券有限责任公司北京市三里河路证券营业部		53 196.72
中国国际金融有限公司上海陆家嘴环路证券营业部		14 024.74
机构专用		12 130.14
中国国际金融有限公司北京建国门外大街证券营业部		11 874.72
中国银河证券股份有限公司北京月坛证券营业部		11 235.52

图 3.49 西部矿业上市后盘面表现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首日上市换手率65%，收阴线，首日买入活跃的多为敢死队资金，卖出多为专业打新资金。次日700万股确定30元开盘，最后31元报收，有明显的做盘痕迹。

公司上市首日表现让人很容易联想到中信证券上市首日表现。

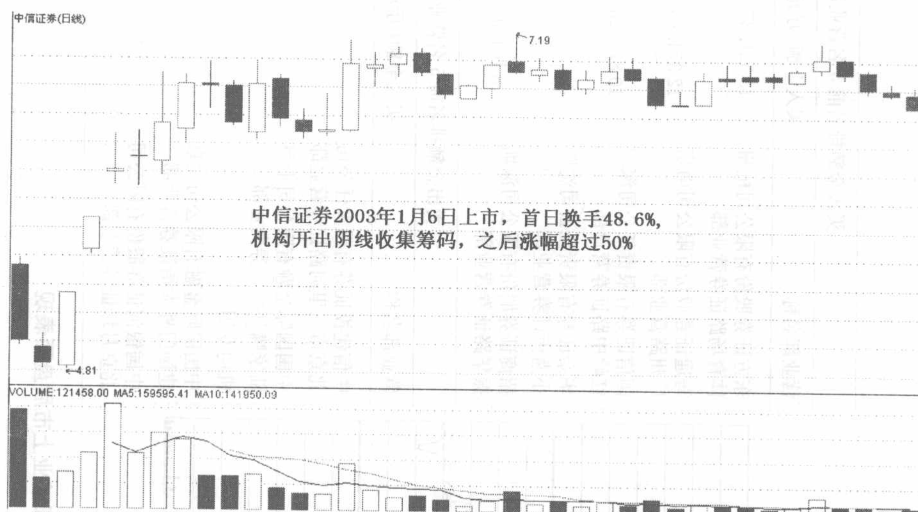


图3.50 中信证券(600030)上市首日表现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、十招搞定基本面

在西方成熟市场，价值投资是投资机构专利，在高昂的信息费用面前，大部分投资者选择基金或经纪人。在成熟市场中的机构研究报告的标价是按报告的页数，每页 4—8 美元不等。在美国或加拿大买股票，想要公司的财报，必须自己向公司申请或向中间机构花钱买，历史数据尤其昂贵，要想进行行业研究，那开销更非一般投资者所能想像。

中国是资本市场的后发国家、后起之秀，也相应拥有后发优势。在中国，当前的证券金融市场信息化程度不亚于成熟市场。在硬件上，我们拥有最先进的硬件；数据上，我们的免费午餐让西方人都眼馋；在软件上，现在几乎所有券商都提供免费的看盘软件和即时行情。不像成熟市场中，看即时行情还要付费，否则只有 15 分钟之前的延时行情。

然而唯一不能跟上西方的是我们的投资思想，我们奉为经典的技术分析，思想还停留在美国 1929 年股灾以前的水平，那时候美国市场的投机程度类似我国 2001 年前的市场，技术分析、趋势分析大行其道。股灾之后，美国有识之士，如格雷厄姆 1934 年就在《证券分析》一书中提出了“基本分析方法”，成为了近代投资思想的圣典。A 股市场一度盛行的跟庄、博弈思想，在五年的熊市中，遭到无情的幻灭。2003 年 QFII 进入中国，价值投资在专业人士中已广为接受，然而大部分普通股民仍然不得其法，即使是认识到了基本面和价值的重要性，也往往感到高深莫测、无从下手。

经过一轮价值发掘的牛市，越来越多的人认识到研究公司的重要性更胜于研究 K 线，以前很多教训都是吃了不会分析上市公司基本面的亏，希望自己也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能把握基本面分析，但又担心基本面分析太复杂，只适合机构专业人士。

其实基本面不难掌握，更不是机构专利。只要掌握了基本面分析的原理，基本面比技术分析还要简单。因为基本面分析每一项要素都有实实在在的经济含义，比如盈利、负债、管理团队等。如何把基本面有机地进行梳理，让无序的数字充满生机，我们可以看基本分析原理示意图。



图 4.1 基本分析原理示意图

择股如择友。择友一看能力，二看素质。没能力没素质谈不上未来的幸福，有素质没有能力不能创造幸福，有能力没素质不能维系幸福，有能力有素质才可能获得长久的幸福。选股的原理和择友是完全相同的。

1. 第一招：看主业

看主业，一是要看主业是否突出，主要业务间是否相关，如上下游关系，或可以共享人才市场、技术、服务、供应商等资源；二是要看主业的盈利能力如何，是否有较高的毛利率和净利润空间；三是要看主营业务的盈利能力和盈利趋势如何变化。看主业主要关注主营收入构成、业务前景和毛利率。

禾嘉股份上市多年以来其业务构成都呈现出一种散乱无序的组合，缺乏明显的主线，给人印象是什么赚钱干什么，什么时尚做什么。2003 年炒作西气东输，曾炒作过公司作为管道阀门供应商的题材，2006 年炒作连锁商业，公司又多了一块商场连锁业务。但就像前面已分析过的，公司基本面一直缺乏业绩支撑，股价长期被高估，而公司主业之间不可能共享技术、人才、市场等，而且各部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

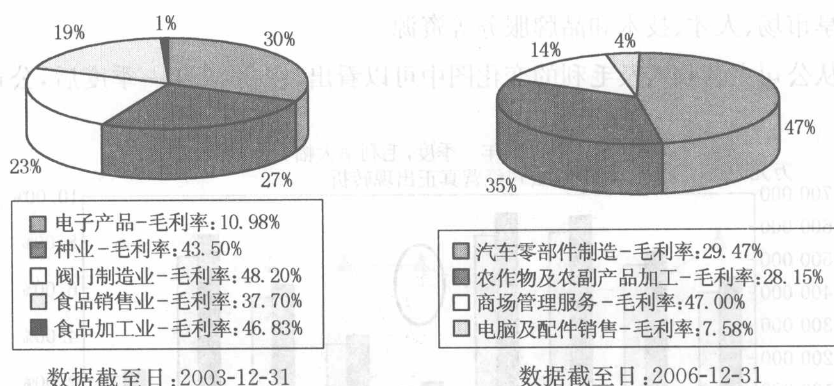


图 4.2 禾嘉股份(600093)2003 年与 2006 年业务构成对比

门业务又没有特别突出，必然会造成管理难度增大，管理成本上升。这种低层次多元化将是阻碍公司发展的瓶颈。

2004 年曾经有一个股民写信给第一财经老左信箱，这位股民说她买了隧道股份，为什么买隧道呢？这是因为她每天上下班都坐地铁，看到地铁的人这么多，想隧道股份有这么多条地铁线路，生意一定好，股票一定涨。但买了以后隧道却一直跌。

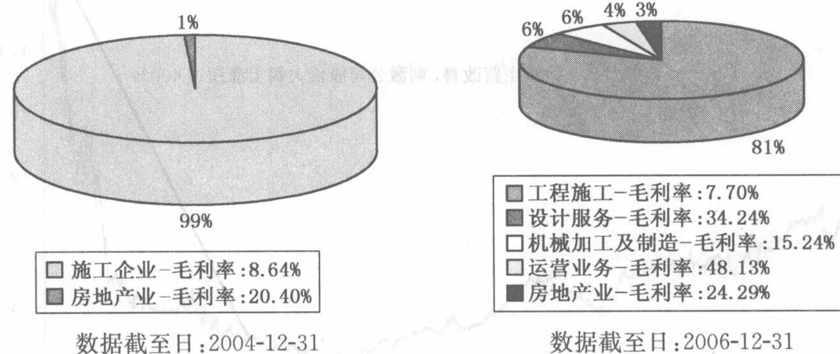


图 4.3 隧道股份(600820)2004 年与 2006 年业务构成对比

从以上两幅图可以看出，隧道股份并非地铁的运营单位，而只是一个施工企业，而且公司的毛利率受民营施工企业竞争的影响，只有 7%左右。2006 年与 2004 年业务比较来看，公司主要仍集中在施工行业，但设计服务、运营服务和机械制造等高毛利业务比重大幅提升，而这些和隧道施工有直接的关联，可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以共享市场、人才、技术和品牌服务等资源。

从公司主营收入及毛利的变化图中可以看出，在2006年一季度后，公司的

图 4.4 隧道股份(600820)2002 年至 2007 年一季度主营收入及成本

图 4.5 隧道股份(600820)2002 年 3 月至 2007 年 6 月日 K 线

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

毛利率有较大的提升。这源于通过调整经营战略,逐步退出不赚钱的合同,将主要力量投入到高门槛的地下工程、大工程及质检设备业务,才使公司基本面有了极大的改善,之后的股价大幅上涨超过400%。

在看公司主业经营状况的变化时,尤其在年报时期,可能有些先知先觉的资金已经对公司有所发掘,也可能是在目前的监管机制不健全的情况下,上市公司已将公司业绩信息外泄,从而导致股价在公布报表前已经有所上涨(一般在熊市中涨幅可达20%—30%,牛市中会涨30%以上)。这种情况要注意。

对于创新高的公司很可能就是给你带来盈利最好最快的公司,尤其对于在底部盘整一段时间以后放量创出新高的公司。能不能买的关键,就在于判断公司的基本面。

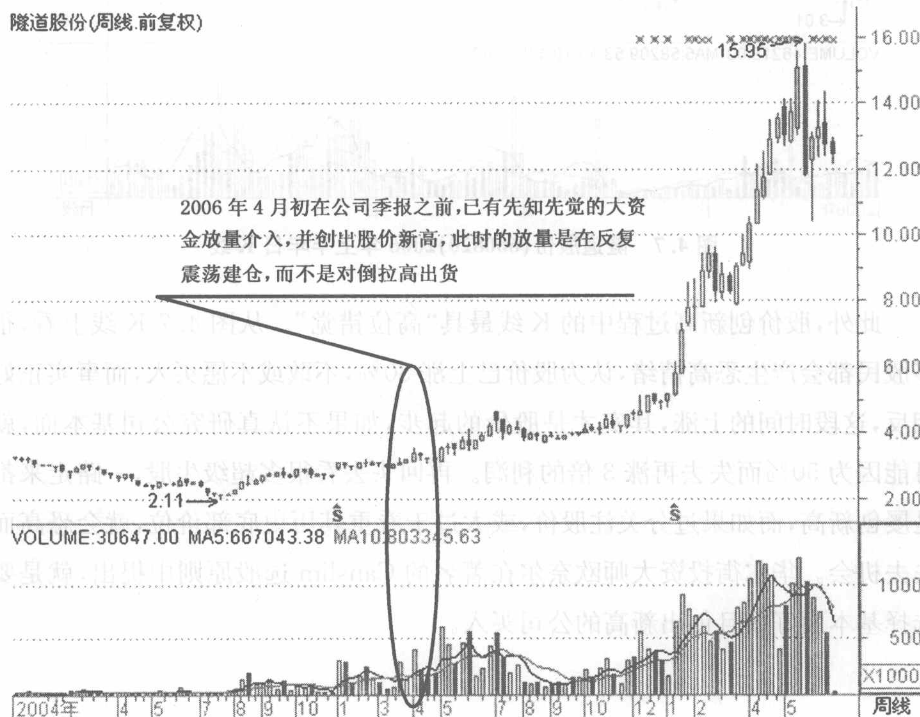


图4.6 隧道股份(600820)2004年12月至2007年7月周K线

如果我们把隧道股份2006年上半年K线放大(见图4.7),我们可以看到机构震荡洗盘的建仓手法。在这个过程中,如果没有基本面的研究,很多普通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者都会难以忍受这种过山车的感觉。

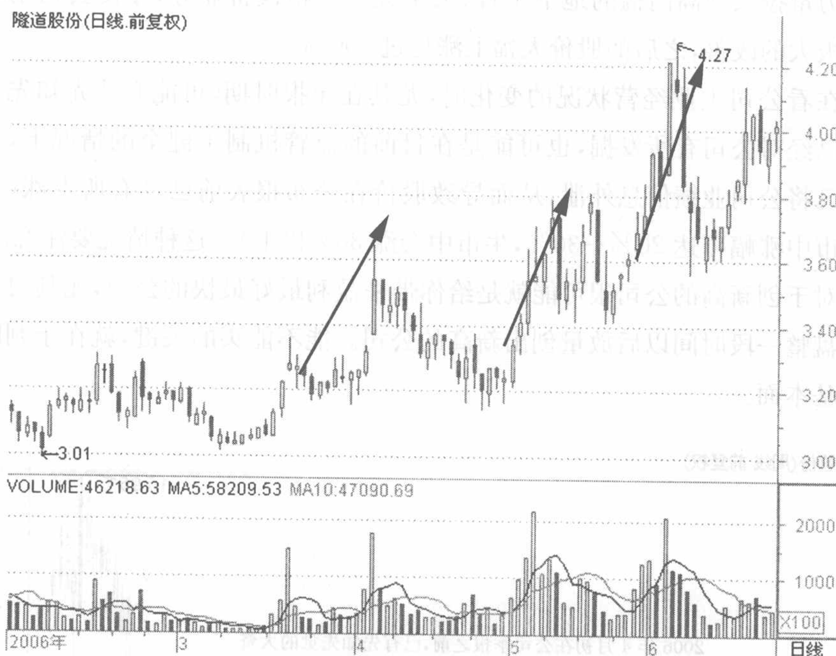


图 4.7　隧道股份(600820)2006 年上半年日 K 线

此外，股价创新高过程中的 K 线最具“高位错觉”。从图 4.7 K 线上看，很多股民都会产生恐高情绪，认为股价已上涨 50%，不敢或不愿买入，而事实正好相反，这段时间的上涨，其实才是股价的起步，如果不认真研究公司基本面，就可能因为 50%而失去再涨 3 倍的利润。再回头去看很多超级牛股，一路走来都是屡创新高，而如果过分关注股价，或太过于看重其历史底部价位，就会恐高而失去机会。华尔街投资大师欧奈尔在著名的 Canslim 选股原则中提出，就是要选择基本面好而且创出新高的公司买入。

2. 第二招：看盈利

公司是以盈利为目的的法人组织，盈利能力是公司最重要的能力。在资本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

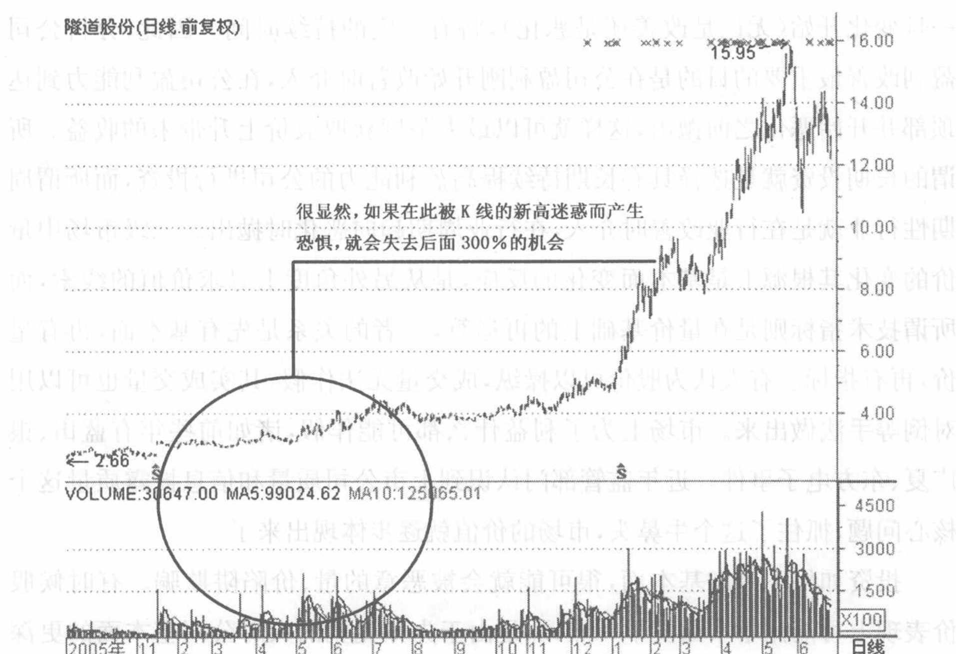


图 4.8 隧道股份(600820)2005 年 9 月至 2007 年 7 月日 K 线

市场中，资本寻求的不是一种静态的利润，寻求静态利润的是债券市场，资本追逐的是动态的利润，因此，盈利不断改善比盈利多少更为重要。我们看市场中有所谓的黑马和蓝筹的概念。黑马的股价表现之所以具有爆发性，是由于其未来的盈利更具有突变的潜力，而蓝筹是指盈利稳定增长的大公司，这些公司的股价就需要体现时间价值。我们以一个最简单的模型为例，如果一家上市公司每年的利润都是 1 亿元，另一家公司目前只有 1 000 万元，今后每年以 100%的速度递增，那资金会追捧谁呢？肯定是后者。因为前者的估值是一个相对固定的静态值，而后者是在不断提升的过程，虽然现在利润不及前者，但其未来的变化对资本而言更具吸引力。

盈利趋势

盈利趋势的改善有一些先行指标，前面已经介绍过毛利率、主营收入、预收账款等，而最终将体现在公司净利润上。公司的盈利改善也具有一定的趋势，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一旦变化开始(无论是改善还是恶化)，将有一定的持续时间。因此，分析公司盈利改善最重要的目的是在公司盈利刚开始改善时介入，在公司盈利能力到达顶部并开始恶化之前抛出，这样就可以最大限度获取股价上升带来的收益。所谓的长期投资就是选择具有长期持续提高盈利能力的公司进行投资，而所谓周期性行业就是在行业改善时介入，在行业周期趋向恶化时抛出。二级市场中量价的变化其根源上是基本面变化的反应，是从另外角度上寻求价值的线索，而所谓技术指标则是在量价基础上的再运算，三者的关系是先有基本面，再有量价，再有指标。有人认为股价可以操纵，成交量无法作假，其实成交量也可以用对倒等手法做出来。市场上为了利益什么都可能作假，诸如前些年有蓝田、银广夏、东方电子事件。近年监管部门认识到上市公司质量和信息披露质量这个核心问题，抓住了这个牛鼻头，市场的价值就逐步体现出来了。

投资如果不考虑基本面，很可能就会被恶意的量、价陷阱欺骗。有时候股价表现上可能比基本面要早一点，那是由于先知先觉的人对公司基本面的更深度的发掘或内幕交易者的介入，毕竟我们上市公司的报表不是每月公布，只是季度公布，而且是每季度结束后延时公布，市场监管机制目前仍存在较大的不完善，这是无法回避的现实。但不能因为市场失灵就否定基本面，甚至对技术指标盲从，那样在市场上投资只会是缘木求鱼，虽然偶有所获，但最终无法长久。这就好比练习高尔夫球一样，有人练球很勤奋，但只自己琢磨，没有正确的方法，最后练得越多打得越糟。而有人练球时买了很多名家的训练光盘，平时非常注意观察模仿，虚心向高手请教，聘请教练指导。同样三年后，后者成了高手，而前者仍然保持在原地徘徊，最后被迫花更大的力气推倒重来。选择决定未来，选择正确的方向，不断学习、实践，最终就能成就投资高手，而方向错误，越努力，可能离目标就越遥远。

公司盈利能力持续改善对股价的刺激作用可以从张裕A上得到体现。

从公司基本面可以看出，2004年、2005年时公司收入及盈利能力大幅提高，公司出现收入增长、毛利率提升的“价量齐升”效应。从K线图上看，市场股价表现坚定而稳健的上涨，而且出现了价值牛股在上升过程经常出现的价值平台走势，即每段时期出现一个阶段平台整理，而突破之后形成另外一个平台。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

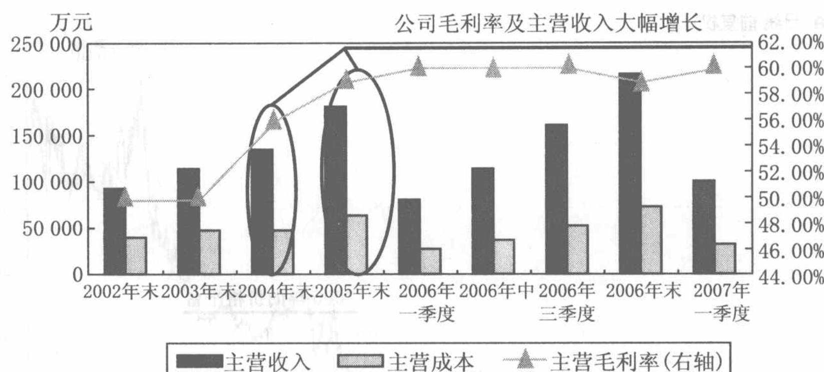


图 4.9 张裕 A(000869)2002 年至 2007 年一季度主营收入及成本

这种情况出现基本上都是机构在观察等待公司价值上的提升确认，对于基本面好的公司，就会产生“横有多长，竖有多高”的股价表现。

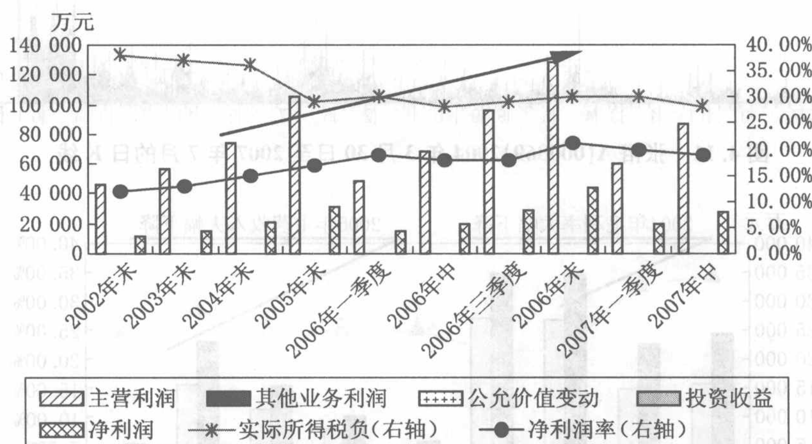


图 4.10 张裕 A(000869)2002 年至 2007 年中期利润构成

从 2004 年初到 2007 年初，短短三年间张裕 A 的盈利从 1.5 亿元上升到 4.4亿元，上升了 190%，而公司股价最高上升了 15 倍，股价上涨是业绩上涨倍数的 5—10 倍，是资本市场的重要特征。

反过来看禾嘉股份，前面已分析过这家公司，在市场上一直有各种所谓的概念，但从数据来看，公司在2003、2004、2005 年的毛利率大幅下滑，2006 年虽然毛利率没有下降，但主营收入又大幅下降(见图 4.12)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

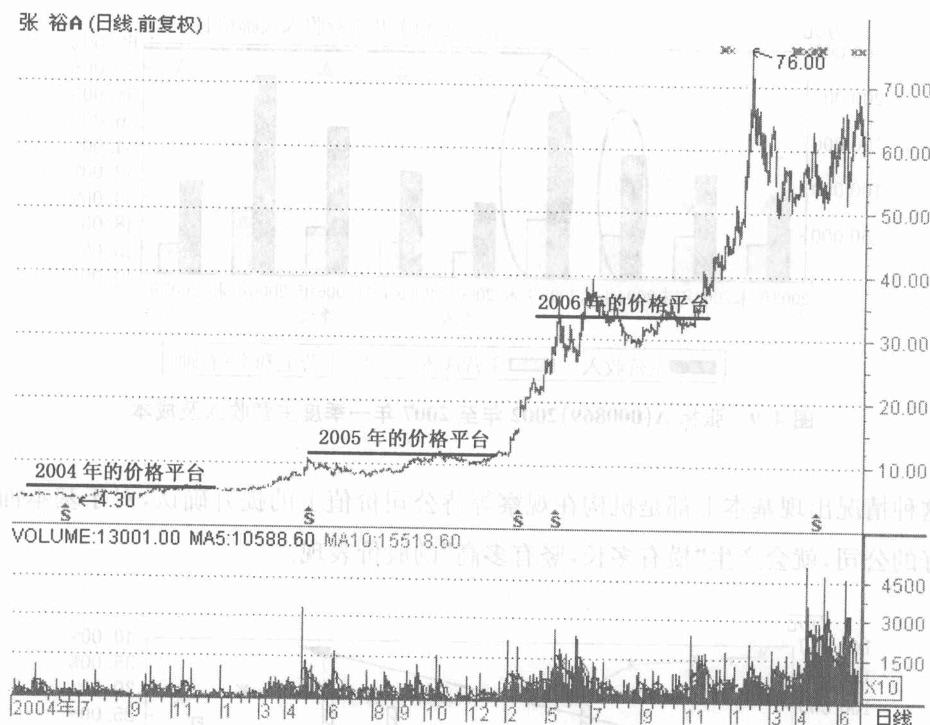


图 4.11 张裕 A(000869)2004 年 3 月 30 日至 2007 年 7 月的日 K 线

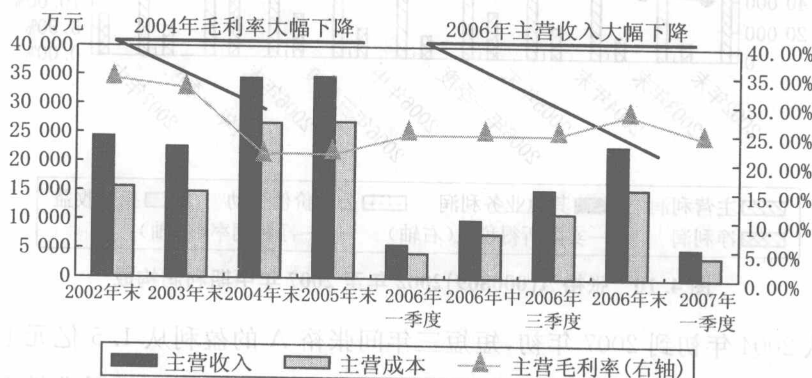


图 4.12 *ST 禾嘉(600093)2002 年至 2007 年一季度主营收入及成本

这样的公司，其下跌有其必然性，在 2003—2006 年中期下跌超过 70%。

2007 年 1 月份以后公司股价虽然历经大幅暴涨，但这种暴涨找不到基本面上的支持，炒作的背后潜伏风险的积蓄，其公司也一再提示股价暴涨风险：没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 4.13 *ST 禾嘉(600093)2003 年 4 月至 2007 年 7 月日 K 线

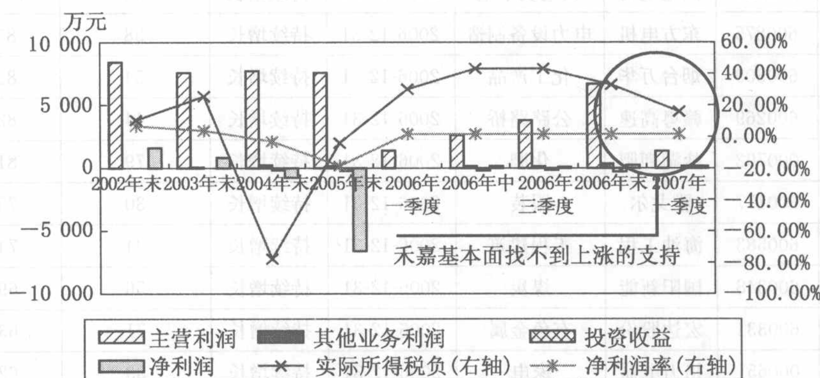


图 4.14 *ST 禾嘉(600093)2002 年至 2007 年一季度利润构成

任何股权转让、非公开发行、债务重组、资产剥离注入等重大资产重组事项。

表 4.1 是根据 2006 年年报统计，三年以来复合增长在 30%以上、三年净利润持续上升、净利润最大的前 30 家 A 股公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4.1

序号	股票代码	股票简称	所属行业	基本面日期	净利润增长稳健度	主营三年复合增长率(%)	净利润(万元)
1	600028	中国石化	石化	2006-12-31	持续增长	36	5 066 400
2	600019	宝钢股份	钢铁	2006-12-31	持续增长	53	1 301 026
3	600036	招商银行	银行	2006-12-31	持续增长	40	710 753
4	000898	鞍钢股份	钢铁	2006-12-31	持续增长	55	684 500
5	600362	江西铜业	有色金属	2006-12-31	持续增长	67	460 935
6	600016	民生银行	银行	2006-12-31	持续增长	42	383 183
7	600900	长江电力	火电及水电	2006-12-31	持续增长	32	361 913
8	600000	浦发银行	银行	2006-12-31	持续增长	39	335 303
9	600018	上港集团	机场港口	2006-12-31	持续增长	54	296 322
10	000039	中集集团	金属制品	2006-12-31	持续增长	34	277 172
11	000002	万科 A	房地产	2006-12-31	持续增长	41	215 464
12	600642	申能股份	火电及水电	2006-12-31	持续增长	34	181 101
13	600320	振华港机	设备制造	2006-12-31	持续增长	54	160 247
14	000878	云南铜业	有色金属	2006-12-31	持续增长	90	120 474
15	000060	中金岭南	有色金属	2006-12-31	持续增长	30	113 458
16	600795	国电电力	火电及水电	2006-12-31	持续增长	40	100 065
17	600875	东方电机	电力设备制造	2006-12-31	持续增长	58	83 020
18	600309	烟台万华	化工产品	2006-12-31	持续增长	54	82 596
19	600269	赣粤高速	公路路桥	2006-12-31	持续增长	44	82 364
20	000792	盐湖钾肥	化肥	2006-12-31	持续增长	79	81 193
21	600177	雅戈尔	服装	2006-12-31	持续增长	30	75 501
22	600583	海油工程	工程建筑	2006-12-31	持续增长	34	74 734
23	600348	国阳新能	煤炭	2006-12-31	持续增长	56	69 795
24	600331	宏达股份	有色金属	2006-12-31	持续增长	71	63 741
25	000651	格力电器	家电	2006-12-31	持续增长	33	62 816
26	000630	铜都铜业	有色金属	2006-12-31	持续增长	76	58 426
27	000069	华侨城 A	房地产	2006-12-31	持续增长	53	58 088
28	600123	兰花科创	煤炭	2006-12-31	持续增长	37	56 077
29	600627	上电股份	设备制造	2006-12-31	持续增长	41	54 993
30	600598	北大荒	农林牧渔	2006-12-31	持续增长	36	53 452

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跟踪盈利趋势

跟踪盈利趋势的道理其实很简单，当公司每个季度的业绩混合在一起的时候，往往不能分辨每个季度经营的实际情况，也不容易看清上市公司在上个季度中究竟发生了何种变化，因为合并数据容易掩藏某种真相，比如公司一二季度业绩特别好，但三季度开始恶化，由于三季度报表包含了前两个季度较好的业绩，因此三季报中可能还是大幅增长，这样就会使投资者失去规避风险的时间，同样也会失去发掘机会的时间。

季度跟踪就是把公司每个季度经营的实际成果分拆出来，能较准确判断公司在每个季度实际的经营绩效，并及时发现公司经营状况的季度变化。季度跟踪对于某些周期性行业，如钢铁、化工等尤其重要，而在实际投资中相当多的投资者由于不会跟踪基本面的变化，跟不上市场主流资金的思路，在公司基本面改善的情况下害怕追高，在公司基本面已经恶化时仍然死捂股票，形成死套。

跟踪基本面的变化，可以提前把握机会，也能提前防范风险。图 4.15 是一汽夏利 2002 年二季度至 2004 年一季度共八个季度的季度跟踪（基本面季度跟踪分析指标图解见附录二）。

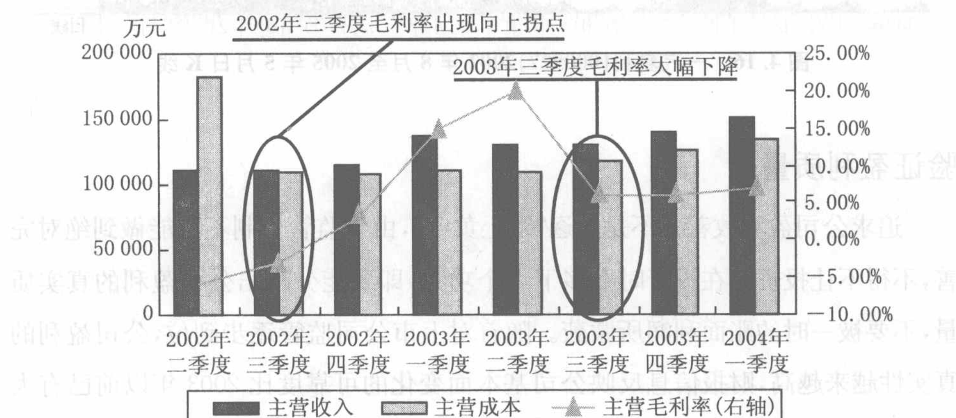


图 4.15　一汽夏利(000927)2002 年二季度至 2004 年一季度主营收入及成本

通过跟踪分析，公司在 2002 年三季度毛利率已出现向上的转折，此时市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股价并未反映出来(如下图),而公司在2003年三季度毛利率出现大幅下降,说明公司盈利能力出现问题,市场此时也没有大的反应,在三季度季报公布后还可以从容离场,防止以后超过80%的深幅下跌。

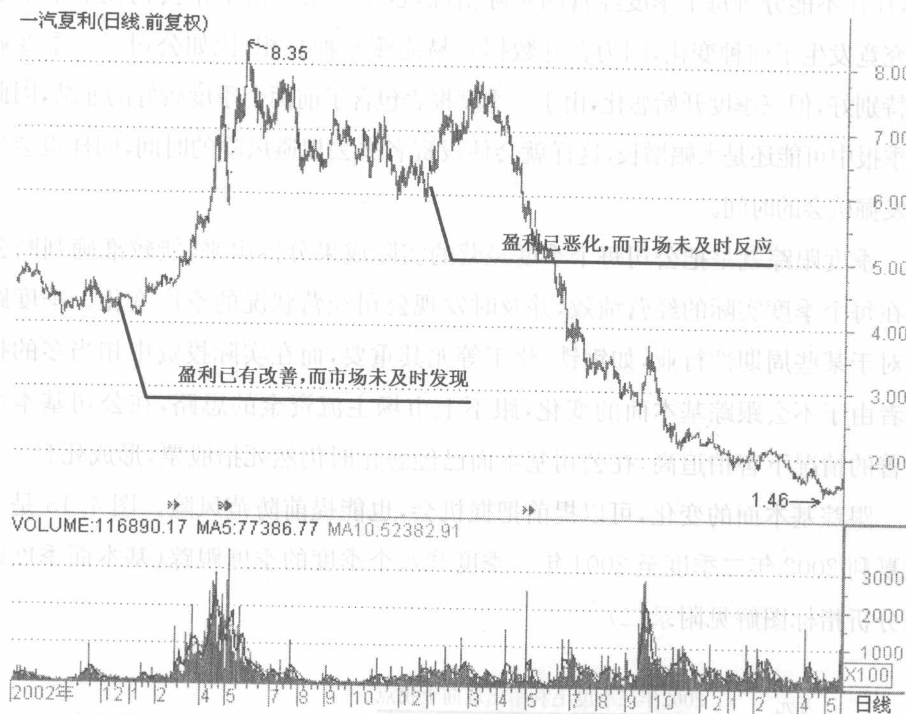


图4.16　一汽夏利(000927)2002年8月至2005年5月日K线

验证盈利质量

追求公司盈利改善并不是追逐“纸上黄金”,由于监管机制不可能做到绝对完善,不得不让投资者在投资时要多下一个功夫,即要能分辨出公司盈利的真实质量,不要被一时的账面利润所蒙蔽。随着对上市公司监管逐步到位,公司盈利的真实性越来越高,财报信息反映公司基本面变化的可靠度比2003年以前已有大幅改善。

验证盈利质量要重点分析公司的利润来源。公司的利润来源主要是从公司经营收入中来,但除了主营收入创造的盈利外,参股其他公司所能取得的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资收益、新会计准则下金融资产买卖的收益、金融资产及投资性房地产由于市价变动所引起的公允价值变动收益、补贴收入等都是公司利润的来源。一般而言，投资性收益（尤其是金融资产）和补贴收入具有一定的偶然性和不确定性，这样的收入占公司净利润比重越高，表明公司盈利质量越低。此外，一般公司其营业利润（主营利润）通常要远高于净利润，这是由于在营业利润之后要扣除经营费用、管理费用和财务费用等，而如果一个公司的净利润比主营利润还高，说明其中掺杂有大量非营业性收入，对这样包装的利润要予以高度警惕。

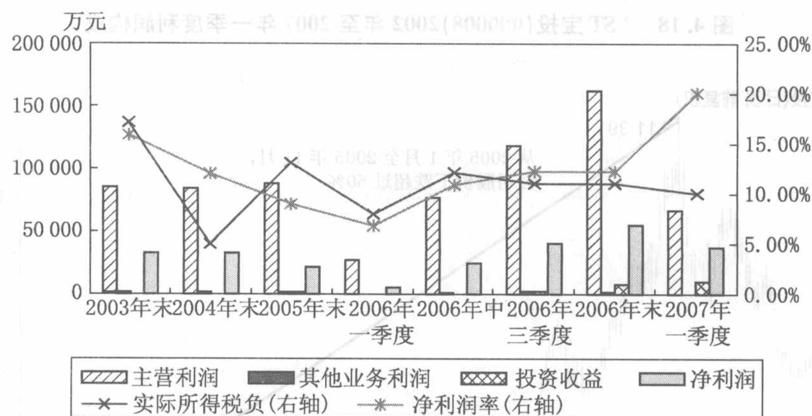


图 4.17 三一重工（600031）2003 年至 2007 年一季度利润构成

从图 4.17 可以看出，公司主营利润在 2006 年达到 16 亿元，但净利润只有 5 亿元左右，而*ST 宝投（原亿安科技）2004 年末出现净利润大幅超过其主营利润的情况，其原因是由于一家房地产子公司转让的投资收益和一块土地拆迁所取得的补偿收入（见图 4.18）。

我在 2005 年 1 月担任第一财经嘉宾时，曾有投资者问到*ST 宝投这个公司，我查看了有关数据后告诉他，公司的基本面很差，当时的股价已经历数个涨停后到了 10 元左右，而之后公司的股价仍然暴涨最高超过 13 元。有人便问我，你说公司不好，它为什么还涨呢？我的回答是：如果你 10 元卖掉这家公司，你将来不会后悔。而此之后，事实证明这也是一场经过精心策划的炒作而已，如果 10 元抛出，在之后的一年中，就可避免 50%以上的损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

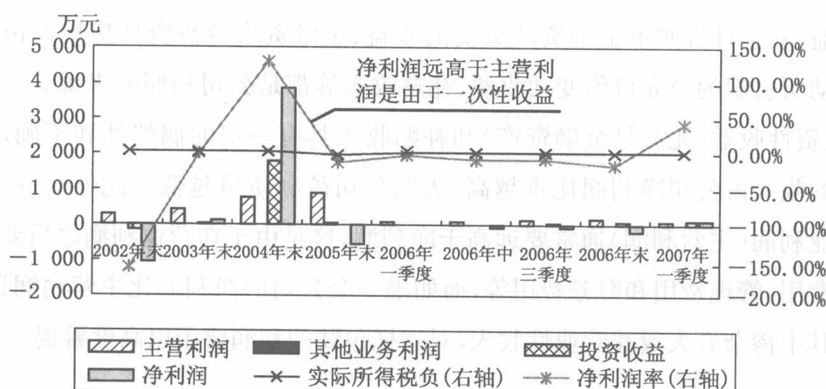


图 4.18　*ST 宝投(000008)2002 年至 2007 年一季度利润构成

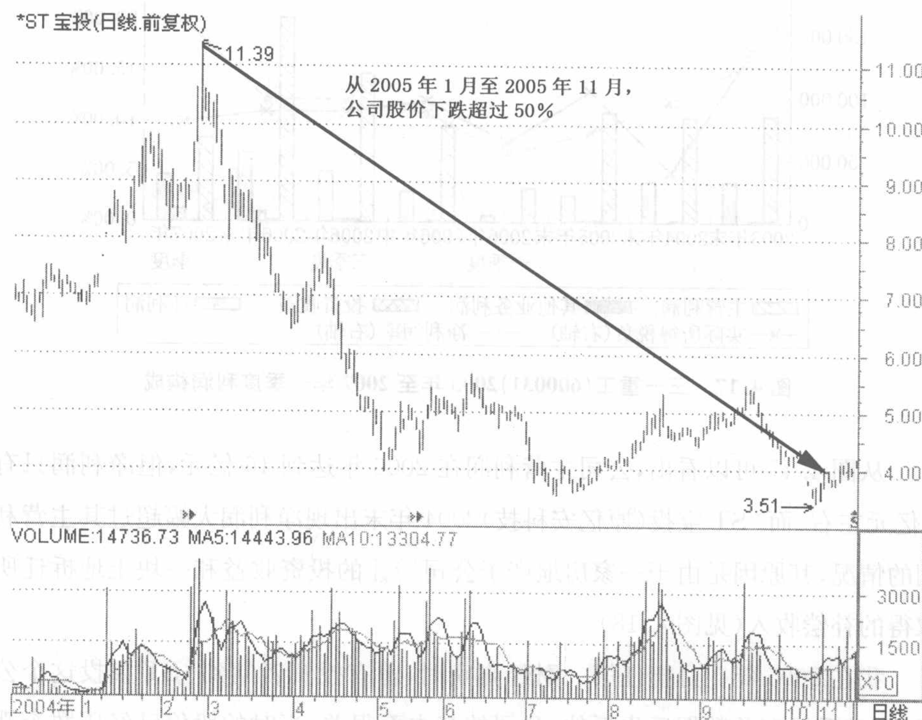


图 4.19　*ST 宝投(000008)2004 年 12 月 1 日至 2005 年 12 月 1 日日 K 线

之后虽然*ST 宝投在 2007 年初经历大涨，又历经大跌，但只要认清了公司的基本面，对于这种涨跌无序的“过山车”行情，“看不清”其实就是最大的风险。

我本人经历很多与投资者类似的问题，比如为什么你说它不好，它却涨了，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你说它好，它又不涨等等。这类问题其实是把股价波动和公司基本面之间的关系简单对应，或者太过于看重股票的日常波动。前面说过，基本面决定股价的中长期趋势，资金可以主导股价的次级波动。如果在市场中抓住了长期趋势，最终是能够战胜市场的，而如果只考虑眼前，即使开始能赢，最后也会输掉。

对于感到不好又在上涨的公司，我常会说："看不清。"这句话其实也包含了很简单的投资道理。在资本市场上，看不清就是风险，风险大，宁可放弃，也别去博。

现金为王

分析公司盈利另一个重点是考察其现金流。这种方式，既可以发掘现金流已改善，但业绩尚未改观的黑马，也可以分辨业绩尚可但现金流出现问题的潜在风险股。

上市公司现金流分为经营活动现金流（即与商品销售或劳务提供有关的现金流）、投资活动现金流（即与公司对外投资、股权交易及分红有关的现金流）和筹资活动现金流（即银行借贷有关的现金流）。上述三种类型的现金流中，经营活动现金流与公司经营质量关系最为密切。有的公司从报表上看公司还有盈利，但主要是依靠赊销等非现金业务提高规模，这种盈利只是纸面富贵，万一遇到回款不及时，造成坏账需要计提损失，立即会造成盈利大幅下降甚至亏损。

先看现金流对公司经营的先行指示作用：

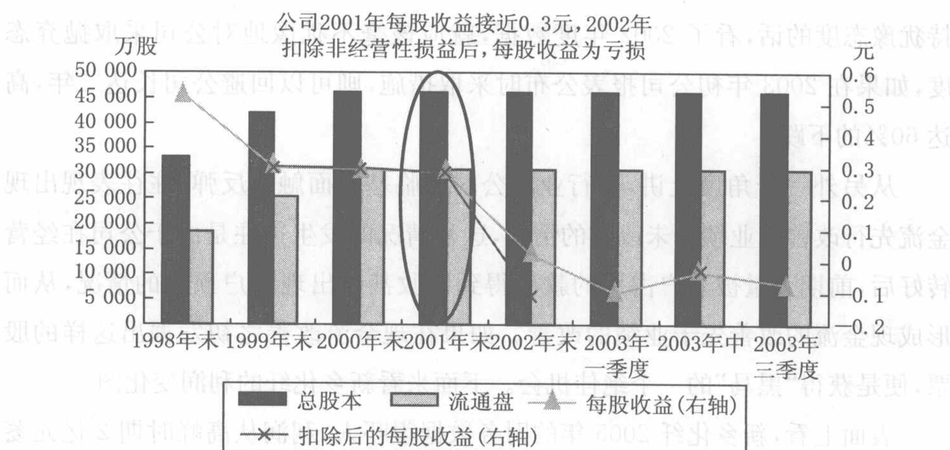


图 4.20 爱建股份（600643）1998 年至 2003 年三季度股本及每股收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 4.20 是爱建股份 1998 年至 2003 年三季度的每股收益情况。从该图看，2001 年公司的每股收益接近 0.3 元，在当时属业绩较好的公司，但如果从公司的现金流量图上看 2001 年公司的现金收入已呈疲态，经营活动现金流为负，表明实际是流出现金，是在失血，主要依靠筹资现金流（即银行借款）来弥补经营资金短缺。

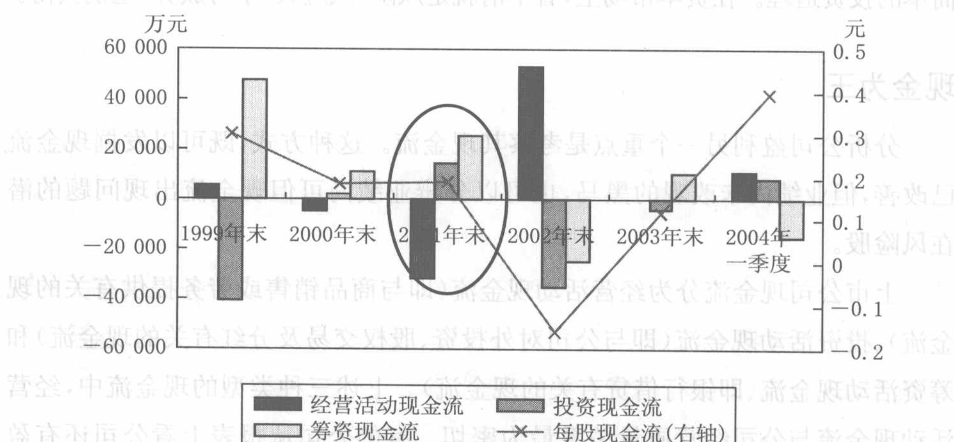


图 4.21 爱建股份(600643)1999 年至 2004 年一季度现金流量

此后 2002 年年度每股收益大幅下降，扣除非经营性损益后的每股收益出现亏损，对公司基本面恶化是一种确认。因此，如果对 2001 年度公司的状况还持犹豫态度的话，看了 2002 年度数据，就应该毫不犹豫地对公司采取抛弃态度，如果在 2003 年初公司报表公布时采取措施，则可以回避公司长达二年，高达 60%的下跌。

从另外一个角度上讲，当行业或公司面临基本面触底反弹，往往表现出现金流先行改善但业绩尚未改善的情况，这种情况的发生往往是由于公司在经营转好后，前期大量被客户占用的款项得到回收甚至出现客户预付的情况，从而形成现金流的改善先于业绩的改善。如果在现金流改善之初发掘出这样的股票，便是获得“黑马”的一个绝佳机会。下面来看新乡化纤的利润变化图。

表面上看，新乡化纤 2005 年的财务数据很吓人，利润从高峰时期 2 亿元萎缩到接近亏损，但是，如果我们考察其现金流（见图 4.24）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

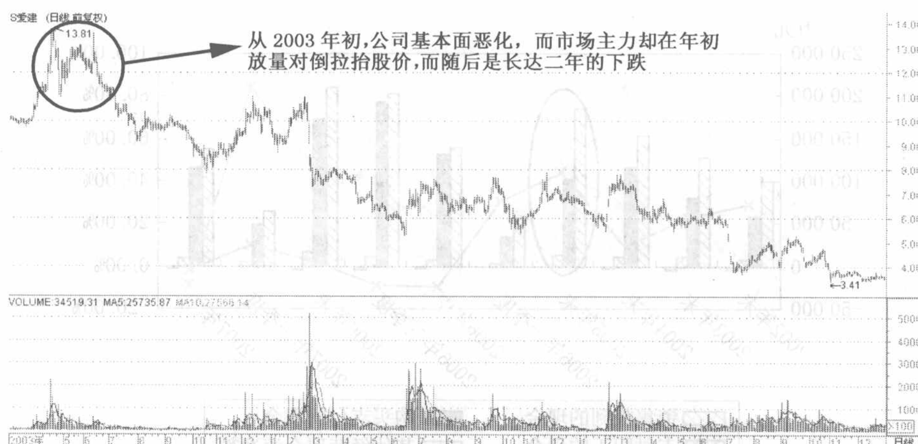


图 4.22 爱建股份(600643)2003 年 3 月至 2005 年 12 月日 K 线

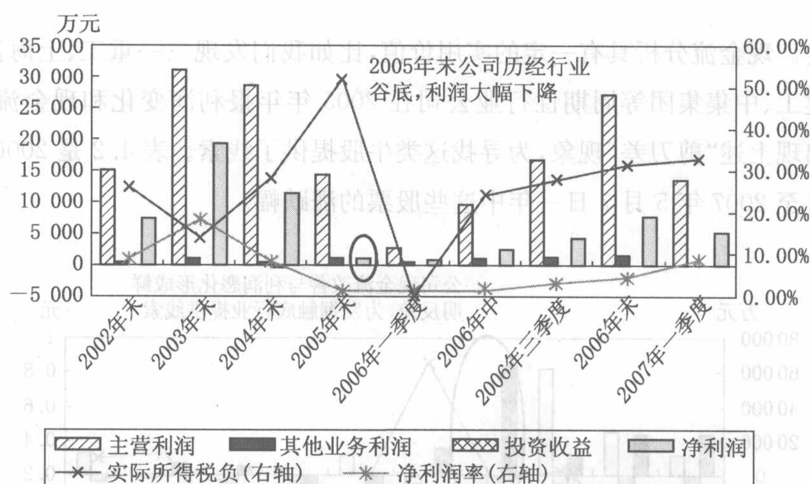


图 4.23 新乡化纤(000949)2002 年至 2007 年一季度利润构成

我们发现，实际上公司经营已走出谷底，迎来触底的转机。因为该年度的现金流量表明公司 2005 年末虽然微利，但却有超过 6 亿元的经营活动现金净流入，暗示公司已度过低谷，即将转入改善的春天。

周期性行业的分析和估值是一个令全球专业人士头疼的问题。一般行业恶化的时间在 1—2 年，行业复苏的时间 3—5 年，但具体何时触底，何时见顶很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

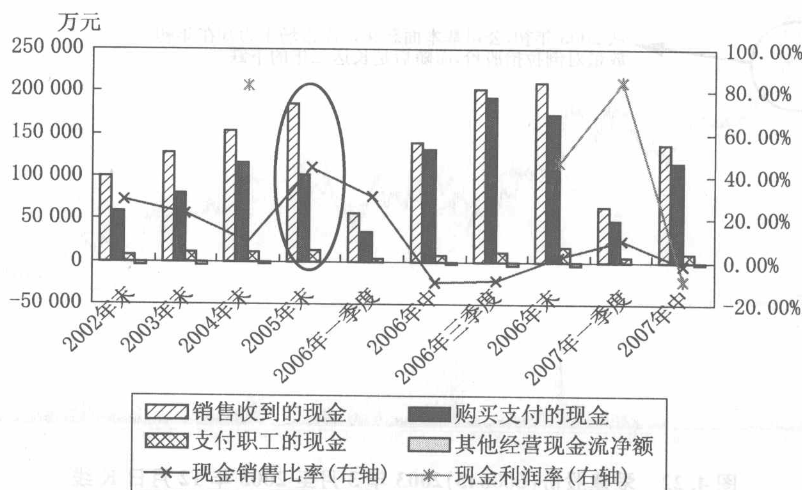


图 4.24 新乡化纤(000949)2002 年至 2007 年中期经营活动现金流状况

难确定。现金流分析具有一定的实用价值，比如我们发现三一重工、上海汽车、上海建工、中集集团等周期性行业公司在 2005 年年报利润变化和现金流的变化都出现上述“剪刀差”现象，为寻找这类牛股提供了线索。表 4.2 是 2006 年 5 月 8 日至 2007 年 5 月 7 日一年中这些股票的涨跌幅。

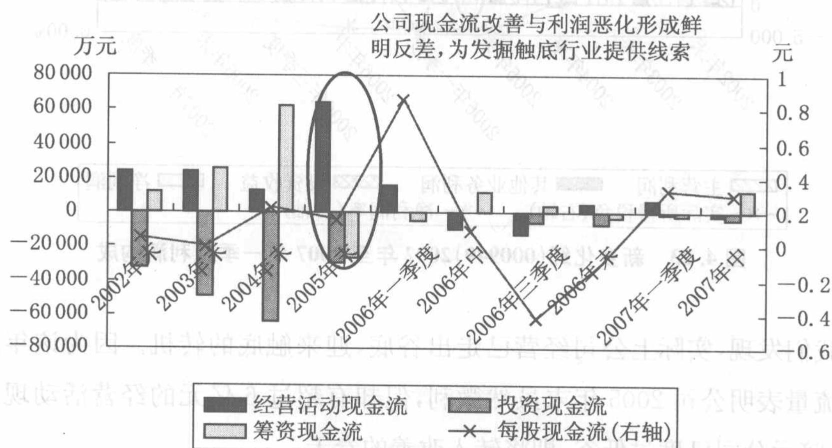


图 4.25 新乡化纤(000949)2002 年至 2007 年中期现金流状况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4.2 现金流和净利润增长率的变化对比

代 码	简 称	经营现金流同比变化(%)	净利润同比变化(%)	一年涨跌幅(%)
600031	三一重工	5 548	−34	863
000949	新乡化纤	397	−93	577
600104	上海汽车	126	−44	336
600170	上海建工	178	11	316
000039	中集集团	207	12	145
平均涨跌				447
平均上证指数同期				165

相反，如果公司利润大幅增长而经营现金流不增长，这就需要注意行业性的景气周期是否快到头了。这时公司都是在消耗前期的一些预收账款项或者以赊销方式扩大销售保持利润，种种迹象暗示，行业的拐点可能就要开始了。

再看如何从现金流和利润的匹配分析中把握公司的机会和风险。

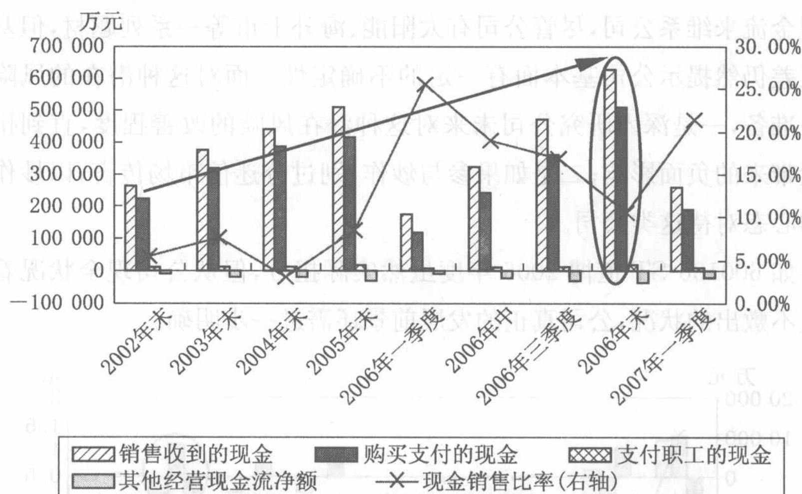


图 4.26 武汉中百(000759)2002 年至 2007 年一季度经营活动现金流

从武汉中百经营活动现金流可以看出，该公司 2002 年以来每年的经营活动现金流持续上升，证明公司的现金流状况较为可靠，通过现金流预期公司的前景也有较高的可信度。

2006 年市场上有个新能源题材非常热门的公司，天威保变，公司 2006 年净

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利润同比上升了 95%，但公司经营活动现金流同比下降了 4 785%。

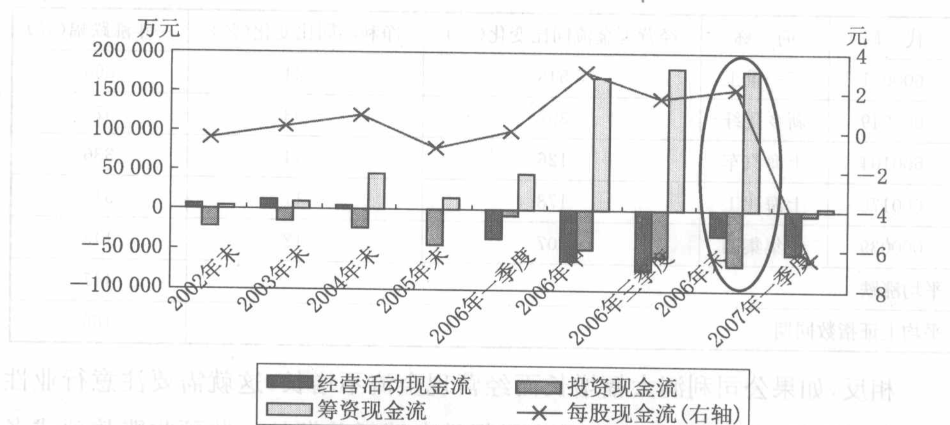


图 4.27 天威保变(600550)2002 年至 2007 年一季度现金流状况

图 4.27 中看到的是一个利润年年增长，但从 2002 年以后经营产生的现金流几乎没有的公司，而 2006 年全年更出现经营活动现金流为负，主要依靠筹资活动现金流来维系公司，尽管公司有太阳能、海外上市等一系列题材，但基本数据的反差仍然提示公司基本面有一定的不确定性。面对这种潜在的风险要采取两手准备，一是深入研究公司未来对这种潜在风险的改善程度，直到排除这种风险带来的负面影响；二是如果参与炒作，别过分迷信市场传言，以炒作而非投资的心态对待这类公司。

再如 600136 ST 道博 2006 年度虽然实际扭亏，但从公司现金状况看仍然处于入不敷出的状况，公司真正的发展前景还需进一步明确。

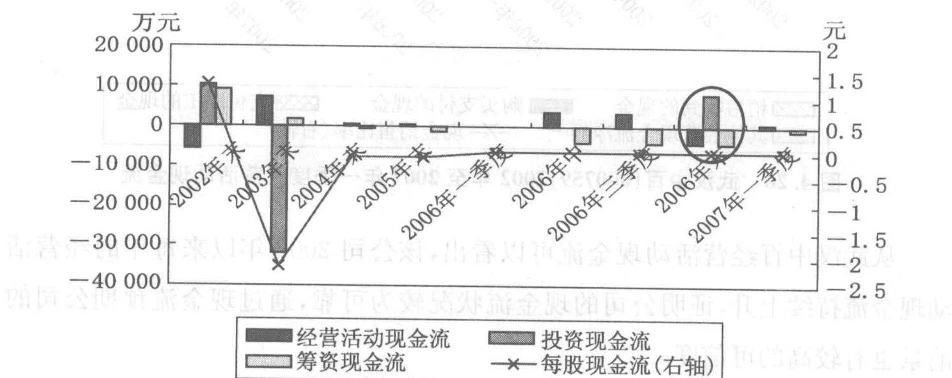


图 4.28 ST 道博(600136)2002 年至 2007 年一季度现金流状况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分析公司现金流也是发现公司隐藏利润非常有效的方法。一般而言，如果利润增长，而没有经营性现金流增长的支持，这样的情况长期持续，就可能产生包装利润的潜在风险。而如果公司经营现金流的增长率高于利润的增长速度，这可能反映公司在刻意隐藏利润，此时结合其他方面的分析，这种特征的公司可能成为价值发现的线索。

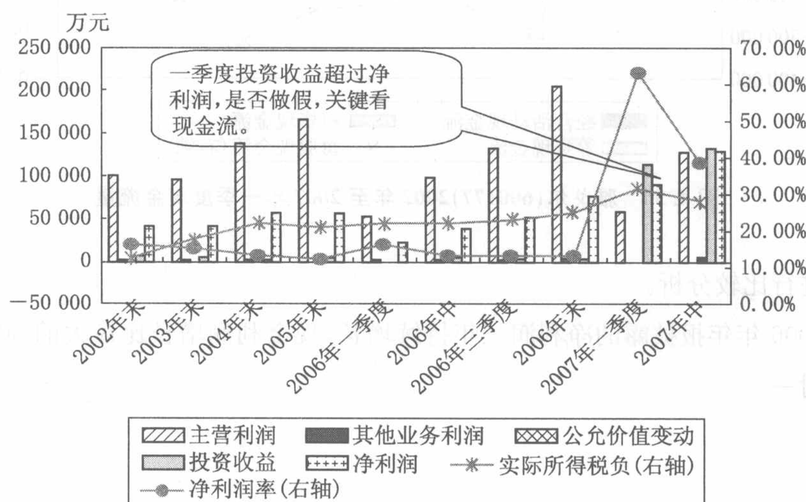


图 4.29 雅戈尔(600177)2002 年至 2007 年中期利润构成

从雅戈尔一季度的利润构成情况看，公司投资性收益要高于公司净利润。表面上看公司可能在通过投资性收益包装利润，但如果深入分析公司经营性现金流，我们发现公司 2007 年一季度经营性现金流同比上升 396%。

这表明雅戈尔一季度的主业收入仍然非常稳定，并且从公司经营现金流增长率 396%、远高于公司净利润同比增长 279%的情况分析，公司还可能存在隐藏利润的可能性，这为深入发掘公司价值提供了线索。

值得注意的是，通过大量的研究和跟踪分析，我们发现目前上市公司现金流量表的披露可信程度大大低于公司的资产负债表及利润表，具体表现就是公司的现金流呈现无规则变动的情况较多，整个行业，乃至整个市场的现金流也难以分析出一定波动规律。

在阅读公司现金流量表时，尤其要注意通过现金流历史数据和不同类别的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

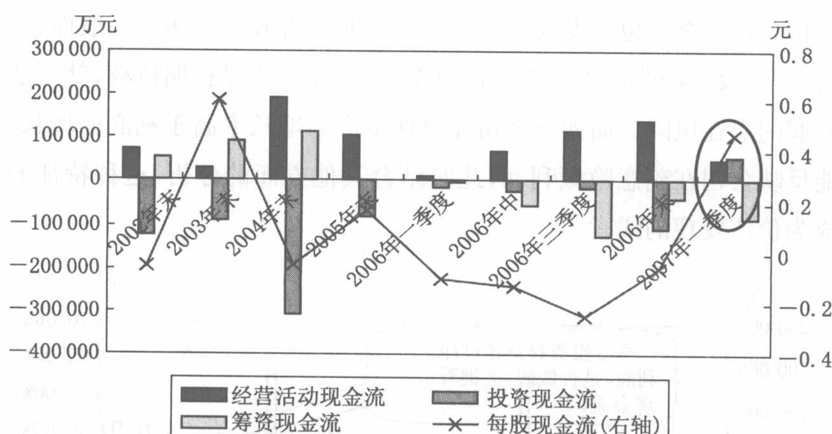


图 4.30 雅戈尔(600177)2002 年至 2007 年一季度现金流量

数据进行比较分析。

2006 年年报披露的净利润三年持续增长，现金利润增长比最大的 30 家公司见附一。

附一：2006 年现金流增长超过净利润增长最大的 30 家公司(见表 4.3)

表 4.3 现金流增长超过净利润增长最大的 30 家公司

序号	股票代码	股票简称	所属行业	净利润增长稳健度	净利润同比增长率(%)	经营活动现金流同比变化(%)	现金利润增长比例(%)
1	000788	西南合成	化学及原料药	持续增长	2	2 250	1 125.00
2	600163	福建南纸	纸业	持续增长	1	242	242.00
3	000829	天音控股	批发贸易	持续增长	109	26 194	240.31
4	600577	精达股份	电力设备制造	持续增长	22	5 244	238.36
5	600487	亨通光电	通讯设备	持续增长	19	3 487	183.53
6	600527	江南高纤	化纤	持续增长	53	7 950	150.00
7	600748	上实发展	房地产	持续增长	2	212	106.00

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

序号	股票代码	股票简称	所属行业	净利润增长稳健度	净利润同比增长率（%）	经营活动现金流同比变化（%）	现金利润增长比例（%）
8	000418	小天鹅A	家电	持续增长	3	306	102.00
9	600222	太龙药业	中药及保健品	持续增长	6	477	79.50
10	600501	航天晨光	其他交通设备制造	持续增长	10	654	65.40
11	600822	上海物贸	批发贸易	持续增长	102	4 236	41.53
12	000021	长城开发	计算机制造	持续增长	8	305	38.13
13	600607	上实医药	中药及保健品	持续增长	2	62	31.00
14	600312	平高电气	电力设备制造	持续增长	49	987	20.14
15	600827	友谊股份	百货	持续增长	5	91	18.20
16	600176	中国玻纤	水泥建材	持续增长	10	169	16.90
17	000830	鲁西化工	化肥	持续增长	4	62	15.50
18	600395	盘江股份	煤炭	持续增长	4	62	15.50
19	600038	哈飞股份	其他交通设备制造	持续增长	13	180	13.85
20	600072	江南重工	设备制造	持续增长	45	577	12.82
21	600708	海博股份	公交、出租车	持续增长	5	60	12.00
22	600439	瑞贝卡	其他制造业	持续增长	35	399	11.40
23	000939	凯迪电力	环保	持续增长	12	131	10.92
24	600879	火箭股份	设备制造	持续增长	23	207	9.00
25	000786	北新建材	水泥建材	持续增长	22	146	6.64
26	600529	山东药玻	其他制造业	持续增长	14	78	5.57
27	000651	格力电器	家电	持续增长	23	127	5.52
28	600068	葛洲坝	工程建筑	持续增长	12	65	5.42
29	600409	三友化工	化工产品	持续增长	10	54	5.40
30	000969	安泰科技	其他制造业	持续增长	22	107	4.86

3. 第三招：看规模

谈到规模效应，实际上是在讨论两个问题，一个是企业的盈利能力离不开规模，另一个是企业的抗风险能力也离不开规模。具有规模优势的企业，一般

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都是子行业龙头或大行业中的前三，这样的公司即使受行业影响出现业绩波动，其对抗行业负面影响以及日后恢复的能力都很强。持有这样的公司，即使在行业低迷期的损失也容易在行业恢复时迅速得到弥补。如中信证券在2001年到2005年熊市中，当其他券商还在各种问题中反复煎熬的困难时期，中信证券通过兼并、托管等系统扩张，先后将青岛万通、金通证券、华夏证券、华夏基金等纳入旗下，在行业低迷时期形成规模效应为中信在牛市中的突出表现奠定了基础。2006年中信主营收入近60亿元，净利润近24亿元，而2007年一季度公司的净利润就接近14亿元。

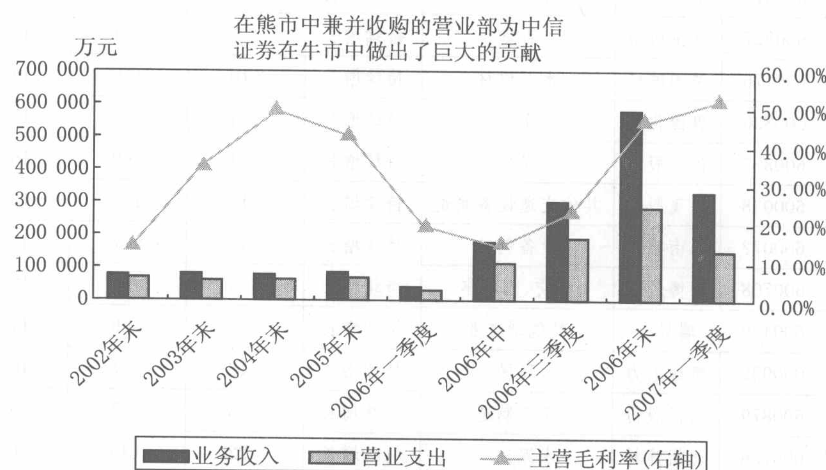


图4.31 中信证券(600030)2002年至2007年一季度主营收入及成本

有很多投资者，包括我本人，喜欢投资“中”字头的公司，其中很主要的原因在于这些“中”字头的公司在长期的计划经济和转轨经济的发展过程中形成了一定的规模效应，另外这些公司更占据了中央级的经济和非经济资源，易于获得更大的规模效应，甚至是垄断优势。如中信证券的兼并活动既有市场的内生因素，也有各级政府的行政支持，在市场一旦转暖时，这种规模效应便得到充分释放。中信证券从2006年1月到2007年7月五个季度涨幅达到5倍。2007年初资产注入行情中，大量中央企业潜在的资产注入为市场炒作提供了丰富的素材。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其次，具有规模效应的公司，即便出现局部问题，比如经营不善，管理层出现问题，也比较容易获得债权人、市场并购者、银行和政府的重视，积极快速施以援手，帮助企业复苏，迅速扭转颓势。这是由于各方都看重企业的规模效应，比如债权人(银行)往往在这种企业中的债权较多，如果企业破产将会对债权人造成更大损失，因此债务谈判或债务重组比较容易达成妥协。市场并购者和投资银行则看重的往往是企业的市场占有率和市场影响力，通过对垂死的巨人施以援手，能实现多年梦想的市场占有率，或进入自己想进入的市场领域。政府则出于保护企业、增加税收、保障就业和地方经济发展等原因也会对规模大、影响广的公司施以援手。近年来海信收购科龙电器、潍柴重组湘火炬、华润重组三九医药、郑俊怀伊利事件等都明显是由于被重组对象具有一定的市场规模和市场影响力，而被重组对象一旦获得经济资源和行政资源的支持，其股价往往会一飞冲天，多年的损失可以迅速补回。下面来看三九医药的重组案例(见图 4.32)。

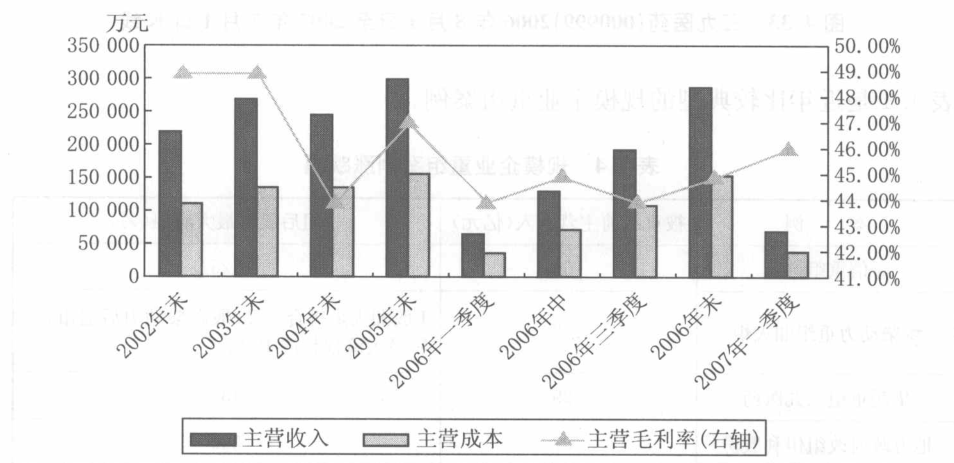


图 4.32 S 三九医药(000999)2002 年至 2007 年一季度主营收入及成本

由于三九医药具有 30 亿元的销售规模及强大的品牌效应，吸引了包括上实集团、复星集团和新加坡淡马锡控股等一批实力集团的重组欲望，最终解决了三九集团高达 37.4 亿元的非经营性资金占用，让企业获得新生，仅财务费用一项可为三九医药每年减少 1.3 亿元的费用支出，相当于提高每股收益 0.1 元以上。从 2006 年 8 月重组消息逐步明朗后，公司股价由 4 元上升到最高 21.57

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元，涨幅超过4倍，在2007年一季度公司季报公布后，股价甚至创出历史新高。

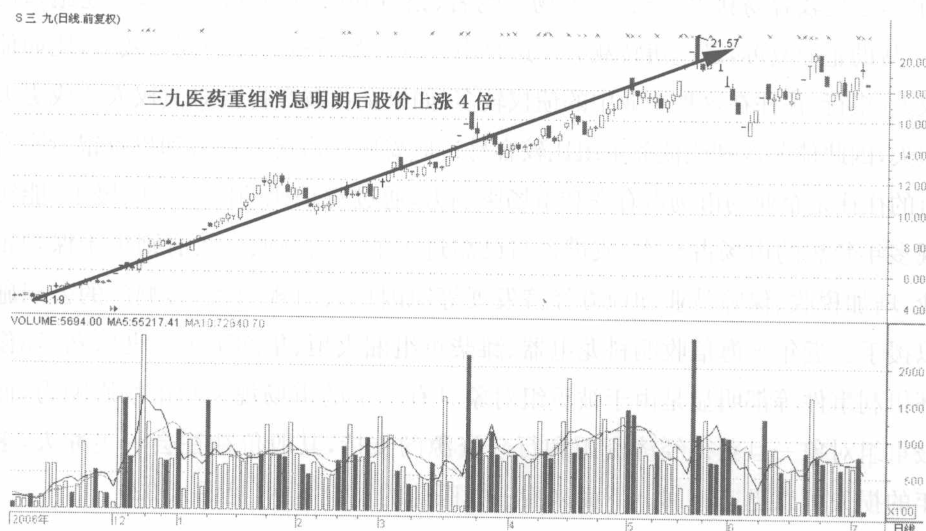


图 4.33 三九医药(000999)2006年8月1日至2007年7月1日K线

表4.4是近年比较典型的规模企业重组案例。

表 4.4 规模企业重组案例涨跌幅

案　例	被重组前主营收入(亿元)	重组后股价最大涨幅(%)
海信重组科龙	66	425
潍柴动力重组湘火炬	112	1股湘火炬折合0.28股潍柴动力后退市，实际最大涨幅超过10倍
华润重组三九医药	29	430
地方政府改组伊利股份	87	560

注：最大涨幅截至2007年6月3日。

第三，随着中国资本市场逐步开放，跨国购并正方兴未艾，国内企业之间的并购活动也正在兴起。企业之间的相互并购往往是股价的触发器，而并购的主要目的也就是通过行业整合扩大规模，形成行业垄断优势，所选择的被并购对象一般都要具备一定的市场规模，而且成长性要好。近年来阿赛洛参股莱钢、米塔尔参股华菱管线、凯雷并购徐工、凯雷参股山东海化、法国SEB控股苏泊

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尔、宝钢并购八一钢铁等案例都是这种类型的并购。

规模企业被并购前后，其股价往往发生大幅上涨，见表 4.5。

表 4.5

并购事件	最早见报	被并购企业前一年度销售收入(亿元)	股价期间最大涨幅(%)
阿赛洛参股莱钢	2006-2-14	198	502
米塔尔参股华菱管线	2005-1-12	238	165
凯雷并购徐工	2004-11-30	35	291
SEB 并购苏泊尔	2007-3-14	21	82
凯雷参股山东海化	2007-2-28	83	116
宝钢并购八一钢铁	2006-11-23	78	248

注：最大涨幅截至 2007 年 8 月 31 日。

可以预见，随着资本市场并购功能的逐步体现，未来具有规模效应的子行业龙头公司将来越具备潜在的并购价值，而企业规模也越来越体现出市场价值。

如何了解公司的规模及该公司是否是行业龙头，简单的方法就是对公司的主营收入进行分行业的统计排序，如表 4.6 所示。

表 4.6　2006 年底钢铁行业收入规模对比

新东风基本面决策平台

日期 2006-12-31　行业 钢铁　智能决策坐标 A股　包含B股　股票代码　提 交

锁定	名次	股票代码	股票名称	报表日期	主营收入(亿元)↓	主营同比增长率	主营三年复合增长率	主营增长稳健度	毛利率	毛利率同比变化	净利润(万元)	净利润同比增长率	净利润三年复合增长率	净利润增长稳健度	净利润率	净利润率同比变化	每股收益(元)	股东人数环比变化
○	1	600019	宝钢股份	2006-12-31	1577.91	25%	53%	持续增长	18%	-12%	1301026	3%	23%	持续增长	8%	-20%	0.7400	-41%
○	2	000898	鞍钢股份	2006-12-31	545.96	106%	55%	持续增长	24%	69%	684500	229%	68%	持续增长	13%	66%	1.1540	-30%
○	3	600005	武钢股份	2006-12-31	413.17	1%	82%	持续增长	17%	-14%	389701	-19%	90%	波动	9%	-24%	0.4970	-55%
○	4	000825	太钢不锈	2006-12-31	400.86	59%	34%	持续增长	14%	117%	242360	212%	56%	波动	6%	83%	0.9110	-45%
○	5	600808	马钢股份	2006-12-31	343.20	7%	30%	持续增长	12%	-16%	227659	-20%	-7%	波动	7%	-21%	0.3530	-28%
○	6	000709	唐钢股份	2006-12-31	276.88	14%	25%	持续增长	13%	6%	142670	26%	17%	波动	5%	7%	0.6300	-23%
○	7	600022	济南钢铁	2006-12-31	262.81	9%			9%	2%	87156	5%			3%	-13%	0.7700	-58%
○	8	000761	本钢板材	2006-12-31	246.91	22%	30%	持续增长	12%	112%	166136	161%	47%	波动	7%	123%	0.5266	-19%
○	9	600102	莱钢股份	2006-12-31	243.25	23%	31%	持续增长	10%	24%	74604	80%	9%	波动	3%	43%	0.8090	0%
○	10	600001	邯郸钢铁	2006-12-31	2[illegible]2.01	12%	20%	持续增长	12%	18%	89463	-1%	13%	波动	4%	-12%	0.3210	-7%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从表 4.6 看出，宝钢、鞍钢、武钢 2006 年分别以 1 578 亿元、546 亿元、413 亿元的规模雄踞行业前三。事实上，中国未来的钢铁行业也正在围绕这三家公司开展积极的重组，大幕刚刚拉开，好戏还在后头，不妨拭目以待。

在分析公司规模时可参考市场的平均数据，如公司行业平均规模和 A 股市场规模的数据，比如钢铁行业 2006 年行业平均主营收入是 57.8 亿元，A 股平均主营收入是 35 亿元。这些数据可以辅助对公司规模的判断。

公司规模较大，又保持持续高速成长的公司容易成为并购对象，也容易受到机构投资者的青睐。由于公司规模较大，其财务处理一般也较谨慎可靠，也应该是不具备专业分析能力的普通投资者的优选投资方向。附二列出的是 2006 年度主营收入三年持续增长，并且复合增长率在 50%以上，主营收入在 35 亿元以上(市场平均水准之上)的公司。可以看出，符合条件的公司主要分布在有色钢铁、电力设备制造、贸易等行业，其中有一些公司已是市场上多年的牛股，而有些公司的股价提升仍具有空间，值得认真挖掘。

附二：2006 年度持续增长的规模企业(见表 4.7)

表 4.7 2006 年度持续增长的规模企业

序号	股票代码	股票简称	所属行业	主营增长稳健度	主营三年复合增长率(%)	主营收入(亿元)
1	000630	铜都铜业	有色金属	持续增长	76	186.5
2	000751	锌业股份	有色金属	持续增长	52	67
3	000807	云铝股份	有色金属	持续增长	66	67.3
4	000829	天音控股	批发贸易	持续增长	88	143.2
5	000878	云南铜业	有色金属	持续增长	90	280.6
6	000898	鞍钢股份	钢铁	持续增长	55	546
7	600005	武钢股份	钢铁	持续增长	82	413.2
8	600018	上港集团	机场港口	持续增长	54	124.8
9	600019	宝钢股份	钢铁	持续增长	53	1 577.9
10	600255	鑫科材料	其他制造业	持续增长	57	38.9

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

序号	股票代码	股票简称	所属行业	主营增长稳健度	主营三年复合增长率(%)	主营收入（亿元）
11	600309	烟台万华	化工产品	持续增长	54	49.1
12	600320	振华港机	设备制造	持续增长	54	168.1
13	600331	宏达股份	有色金属	持续增长	71	50.5
14	600348	国阳新能	煤炭	持续增长	56	84.9
15	600362	江西铜业	有色金属	持续增长	67	254.4
16	600428	中远航运	水运	持续增长	68	38.5
17	600549	厦门钨业	有色金属	持续增长	78	43.8
18	600577	精达股份	电力设备制造	持续增长	84	43.6
19	600686	金龙汽车	商用车	持续增长	55	96.1
20	600776	东方通信	通讯设备	持续增长	66	194.1
21	600786	东方锅炉	电力设备制造	持续增长	76	111.5
22	600787	中储股份	运输及仓储	持续增长	52	69.1
23	600822	上海物贸	批发贸易	持续增长	59	272.8
24	600875	东方电机	电力设备制造	持续增长	58	47

4. 第四招：看效率

规模是不是决定企业的一切呢？答案是否定的。如果一个企业只顾追求表面数字上的成长，而忽略了内部管理和成本控制，造成效率低下，浪费严重，最终变成增产不增效，甚至做得越多赔得越多的公司，那也会遭到市场的抛弃。所以在考察企业规模上升的同时，还要考察企业的效率是否得到同步的提升。

在新能源题材最盛的时期，有一家公司受到市场的热烈追捧，这家公司就是生产乙醇汽油的公司丰原生化。在 2005 年 7 月到 2007 年 5 月两年不到的时间内，公司的股价大幅上升了 6 倍以上。而这家公司的规模从 2002 年到 2006 年四年间上升了 4 倍，从销售角度上看，的确是一家增长速度很快的公司。

从丰原的主营收入看（见图 4.34），它的主营成长的确很快，成长也很迅速，但是看这家公司的毛利率，却发现呈长期下降趋势。在 2005 年和 2006 年一季度均出现大幅下降，2006 年一季度其主营毛利率只有 2.1%，几乎到了做赔本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

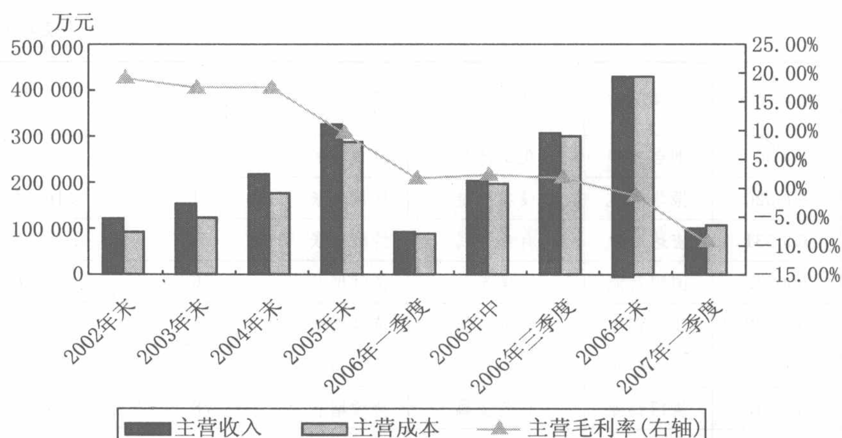


图 4.34 丰原生化(000930)2002 年至 2007 年一季度主营收入及成本

买卖的程度。与此同时，市场对丰原的消息却非常丰富。从统计上看，2004 年 9 月份到 2005 年 3 月份长达半年的时间内，丰原是一家沉默的公司，在三大报上没有一篇公司报道，股价一直处于阴跌之中波澜不惊，而自 2005 年 3 月 29 日《证券时报》一则报道《丰原生化独家供应安徽乙醇汽油》之后，拉开了公司消息配合股价拉升的大幕，而此时又正是油价上涨、新能源题材越炒越热的时期。从 2005 年 3 月 29 日至 2007 年 3 月 24 日，据不完全统计，两年时间公司消息见诸于三大报的超过 60 条，平均每月超过 3 条，有的消息甚至是同时见诸于三大报，凸显了“资金加媒体”的炒作模式。这些报道主要包括《独家供应安徽乙醇汽油》(《证券时报》2005.3.29)、《购买母公司乙醇资产》(《中国证券报》2005.4.1)、《乙醇汽油获中央补贴》(《中国证券报》2005.8.31)、《高油价激活乙醇汽油》(《中国证券报》2005.9.1)、《至全体流通股东的一封信》(《上海证券报》2005.9.23)、《股改战略受关注》(《证券时报》2005.9.28)、《丰原展示公司价值》(《上海证券报》2005.10.11)、《董事长看好丰原生化未来发展》(《证券时报》2005.10.27)、《丰原盘中百万大单频飞》(《上海证券报》2005.12.13)、《拟定向增发》(《证券时报》、《上海证券报》2006.5.16)、《燃料酒精产能望达 44 万吨》(《证券时报》2006.5.24)、《丰原回应造假疑点》(《证券时报》2006.7.4)、《中国高科将掌控 G 丰原》(《中国证券报》2006.9.12)、《中粮集团欲“插足”丰原集团改制》(《中国证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券报》2006.9.22)、《中粮入主打造燃料乙醇王国》(《证券时报》2006.11.21)、《中粮10亿入主丰原》(《中国证券报》2006.12.11)、《丰原挑中粮生物能源重担》(《上海证券报》2006.12.28)、《中粮入主获批》(《中国证券报》2007.3.8)、《中粮集团谋求渐进式整体上市》(《中国证券报》2007.3.22)。

直到2007年4月24日,《上海证券报》一篇署名的记者报道《丰原大幅预亏3.9亿元》才揭开丰原2006年巨幅亏损的面纱。其中,玉米上涨、人民币升值、贷款利率上调、期间费用增加、重组期间管理不稳定等都成为公司亏损的成因之一,而更重要的是在该篇报道中实际披露了公司2006年一季度毛利率大幅下滑背后的原因,公司由于某种尚不知道的原因,2006年玉米盘亏5.2万吨,2006年中有来历不明的“硕鼠”平均每天以140多吨的速度吞噬丰原的玉米存货。

从丰原生化的故事中,我们看到的是故事和现实、当前和预期、机构和散户、资本和媒体、公司和投资者、新股东和老股东之间一场没有硝烟的搏杀。公司为了谋求股改过关,由董事长公开致信投资者,极力鼓噪美好的前景,机构借题发挥,部分媒体为此火上加油,机构乘机出货。而一旦有人质疑时,机构仓皇出逃,媒体仍在帮腔,新的故事重新出炉,资金再次炒作,新股东开展对老股东的清算,公司巨幅亏损正式曝光。可怜的散户对此一无所知！这一切究竟是怎么在导演,怎么被幕后的有形之手在操控,甚至公司年报公布巨亏仍然丝毫不影响股价的巨量拉高上涨的步伐,有人甚至把利空当作利好炒作,反正已经预亏,利空出尽是利好。直到

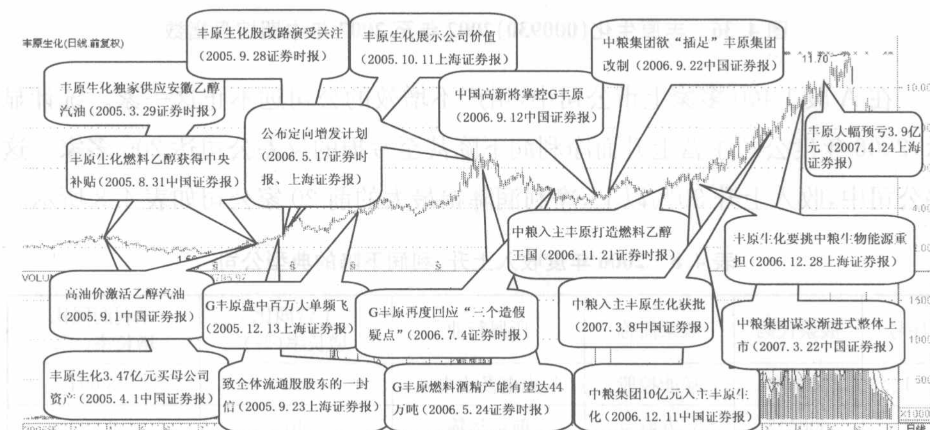


图4.35 2005年至2007年丰原生化的炒作历程

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有一天大家都发现自己是皇帝新装中那些可怜人，股价才应声下落，以四个跌停将所有散户深套其中，小幅反弹后持续下跌，连翻身的机会都没有（见图 4.35）。

ST 丰原炒作一幕可谓空前演出，然而基于理性分析，在 2006 年一季度公司毛利率大幅下降之际就对公司心存疑虑，无论剧情如何完美，演员演技多么高超，观众热情多么高涨，媒体造势多么热烈，这一切都不过是像一场精心策划的商业电影，外表的华丽已不能掩饰其内在的空泛，与其在这种喧嚣中让自己难以入眠，不如彻底放弃，静心追求那些真实成长的快乐。

实际情况是真正有实力的机构正是在 2006 年一季度离场，从公司的股东人数和控盘度指数上可以清楚地看到这一点（见图 4.36）。

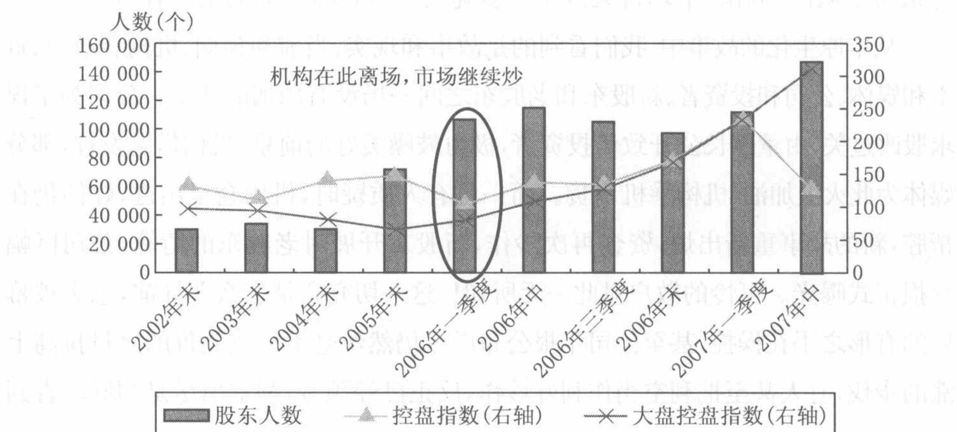


图 4.36 丰原生化(000930)2002 年至 2007 年中期控盘指数

在 A 股 1 400 多家上市公司中，增产不增效的公司远不止这一家。统计显示，2006 年度公司主营上升而净利润下降甚至亏损的反差公司达 200 多家。这些公司中，收入上升 30%以上，净利润降幅最大的前 20 家公司如表 4.8 所示。

表 4.8 2006 年度收入上升，利润下降的典型公司

序号	股票代码	股票简称	所属行业	主营同比增长率(%)	净利润同比增长率(%)
1	001896	豫能控股	火电及水电	48	−8 694
2	600115	东方航空	航空运输	40	−4 697
3	600369	ST 长运	水运	32	−2 373

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

序号	股票代码	股票简称	所属行业	主营同比增长率(%)	净利润同比增长率(%)
4	000973	佛塑股份	塑料	31	－2 355
5	600109	成都建投	房地产	71	－2 324
6	000582	北海港	机场港口	46	－1 837
7	600372	昌河股份	轿车	30	－1 448
8	600892	SST 湖科	其他制造业	53	－1 041
9	000935	四川双马	水泥建材	45	－679
10	600251	冠农股份	农林牧渔	40	－654
11	000020	ST 华发 A	电子元器件	41	－395
12	600792	马龙产业	化工产品	46	－385
13	000537	广宇发展	房地产	45	－382
14	000930	丰原生化	食品及食品加工	35	－377
15	000561	SST 长岭	电子元器件	49	－363
16	000017	SST 中华 A	摩托车自行车	34	－358
17	600469	风神股份	轮胎橡胶	36	－89
18	000887	ST 中鼎	商用车	287	－85
19	000066	长城电脑	计算机制造	31	－82
20	600235	民丰特纸	纸业	43	－72

对于这些公司，无论其题材如何炒作，除非经过深入研究，确认其基本面已经触底，否则最好还是不要轻易介入。把这种反差当成风险比听市场讲故事要安全得多，尤其对缺乏辨别能力的散户投资者，还是回避为上，因为这样的公司涨是暴涨，跌也是暴跌。这么多年的经验告诉我，暴涨往往与散户无关，而暴跌套住的都是散户。有这样一则短信描写得非常深刻，它说：当我们没有买入的时候，发现傻瓜都在赚钱；当我们兴冲冲买入的时候，却发现自己成了傻瓜。

马龙产业 2006 年也是一家增产不增效的公司，其主营上涨 46%而其净利润大幅下降，这样的公司上涨时虽然出现暴涨，但下跌时也出现暴跌，其暴跌的斜率比上涨更快（见图 4.37）。从公司季度运营情况看，公司已连续七个季度亏损，是否出现基本面触底还不得而知，而只有确定其基本面真正触底，否则还是远离风险为上策（见图 4.38）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

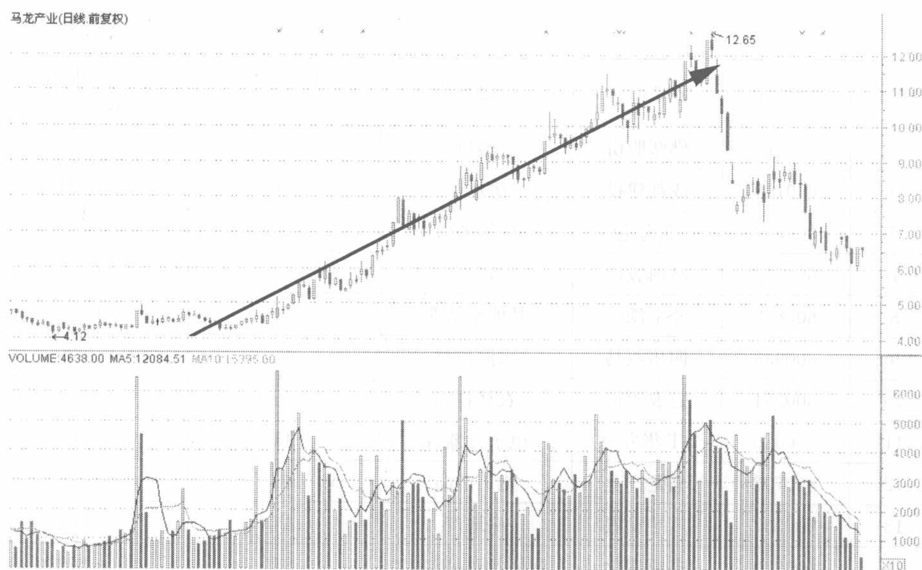


图 4.37 马龙产业(600792)2006 年 11 月至 2007 年 7 月日 K 线

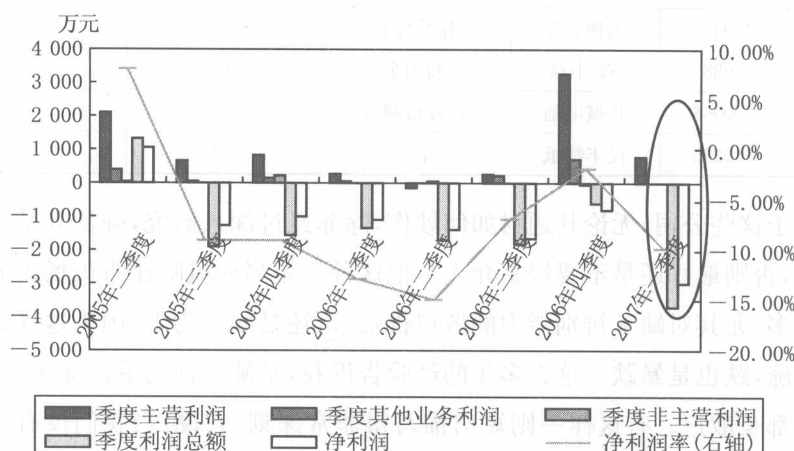


图 4.38 马龙产业(600792)2005 年二季度至 2007 年一季度运营利润

除了上述增产不增效的公司，市场上还有相当一部分公司是增效的速度跟不上增产的速度。这样的公司要根据公司具体情况，结合价值、成长性具体分析、区别对待。市场上比较容易引起共鸣的是增效的速度大于增产速度的公司，表明这些公司的定价能力强。这类公司一般可以通过毛利率上升的方法挑

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

选，这在介绍毛利率时已讲过。另外一种方法就是通过比较净利润和收入的增长率，如果净利润增长率超过收入增长率，说明公司的业绩处在快速改善期，其基本面可能触底反弹，也可能在持续改善，对这样的公司值得花时间去进行深度的挖掘。2006 年度净利润增长速度超过主营增长速度最大的 40 家公司见附三。

附三：2006 年度利润增长超收入增长最大的 40 家公司（见表 4.9）

表 4.9 2006 年度利润增长超收入增长最大的 40 家公司

序号	股票代码	股票简称	所属行业	主营同比增长率(%)	净利润同比增长率(%)	利润收入增长比(%)
1	000036	华联控股	服装	125	5 557	4 445.60
2	000751	锌业股份	有色金属	95	3 703	3 897.89
3	600208	中宝股份	批发贸易	93	3 278	3 524.73
4	000536	SST 闽东	电力设备制造	34	1 187	3 491.18
5	000949	新乡化纤	化纤	43	827	1 923.26
6	000562	宏源证券	证券保险	162	2 672	1 649.38
7	600570	恒生电子	计算机软件	45	613	1 362.22
8	600111	稀土高科	有色金属	51	506	992.16
9	600883	博闻科技	水泥建材	44	382	868.18
10	600206	有研硅股	电子元器件	51	388	760.78
11	600051	宁波联合	批发贸易	59	446	755.93
12	600118	中国卫星	其他制造业	103	756	733.98
13	000911	南宁糖业	食品及食品加工	64	460	718.75
14	600472	包头铝业	有色金属	30	205	683.33
15	000567	海德股份	化学及原料药	227	1 548	681.94
16	000060	中金岭南	有色金属	47	309	657.45
17	600459	贵研铂业	有色金属	97	632	651.55
18	600585	海螺水泥	水泥建材	41	251	612.20

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

序号	股票代码	股票简称	所属行业	主营同比增长率(%)	净利润同比增长率(%)	利润收入增长比(%)
19	000554	泰山石油	油料销售	37	204	551.35
20	000625	长安汽车	轿车	34	173	508.82
21	600169	太原重工	设备制造	40	198	495.00
22	000700	模塑科技	其他制造业	61	281	460.66
23	600961	株冶集团	有色金属	106	478	450.94
24	600105	永鼎光缆	通讯设备	34	143	420.59
25	000596	古井贡酒	酒类	41	158	385.37
26	600840	新湖创业	房地产	57	213	373.68
27	000001	深发展 A	银行	81	270	333.33
28	600987	航民股份	纺织	30	100	333.33
29	600805	悦达投资	轿车	37	123	332.43
30	000616	亿城股份	房地产	107	344	321.50
31	600724	宁波富达	水泥建材	34	108	317.65
32	600090	ST 啤酒花	啤酒	281	891	317.08
33	600153	建发股份	外贸	33	104	315.15
34	600801	华新水泥	水泥建材	33	104	315.15
35	000690	宝新能源	火电及水电	71	219	308.45
36	600330	天通股份	电子元器件	48	148	308.33
37	600186	莲花味精	食品及食品加工	39	120	307.69
38	000825	太钢不锈	钢铁	69	212	307.25
39	600053	中江地产	房地产	408	1 242	304.41
40	600525	长园新材	塑料	31	92	296.77

5. 第五招：看家底

家底是公司资产实力的体现，也是公司抗风险能力的体现。家底丰厚、资产质量高、现金充沛的公司发展后劲大，经营中即使有些风险也能扛过去，而家底被掏空，或者资产质量差，周转效率低，现金匮乏的公司，不但不能承受任何

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

打击，甚至公司自身还会一步步走向恶化，最终陷于 ST 的泥潭。

在我的投资经历中，有一家公司给我留下了深刻的印象，也让我感受到了什么是价值和炒作。那是在 1999 年“5・19”行情之后，9 月份到香港出差，看到香港市场网络、科技股暴涨，和朋友聊到内地的股票，朋友推荐琼民源重组后的中关村，称公司属于科技股，便在 19 元附近买入了中关村股票，中关村股票在经过 5 个多月的调整后，终于在 2000 年春节过后首日开盘即以巨量封上涨停。

之后，中关村放出巨量，主力在一边对倒、一边拉升、一边派发，最明显的一次是在 2000 年 2 月 17 日，股价开盘即封涨停于 29.85 元，在午盘前后放出单笔最大超过 900 万股的巨量抛盘，当天的换手达到这支股票空前绝后巨量：22.9%（见图 4.39）。

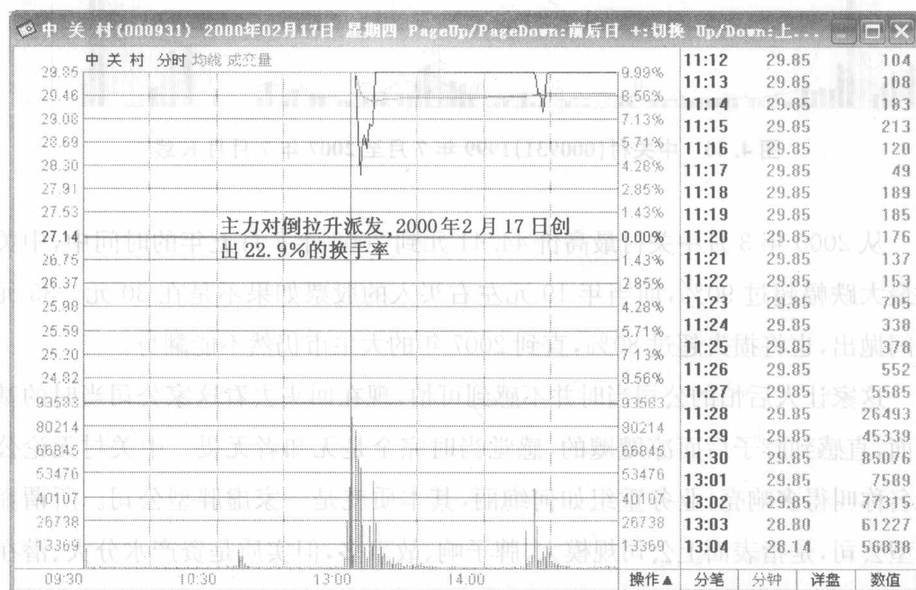


图 4.39　中关村(000931)2000 年 2 月 17 日分时走势

然而公司的股价在放出巨量后并没有立即下跌，而是在振荡后上升到最高 44.41 元。

在股价上涨超过 30 元并开始剧烈震荡后，我逐步抛出了股票，在股价上升超过 40 元后，一度后悔不已，觉得自己运气太差了，然而直到三年以后，才庆幸

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自己当时的运气真好(见图 4.40)。

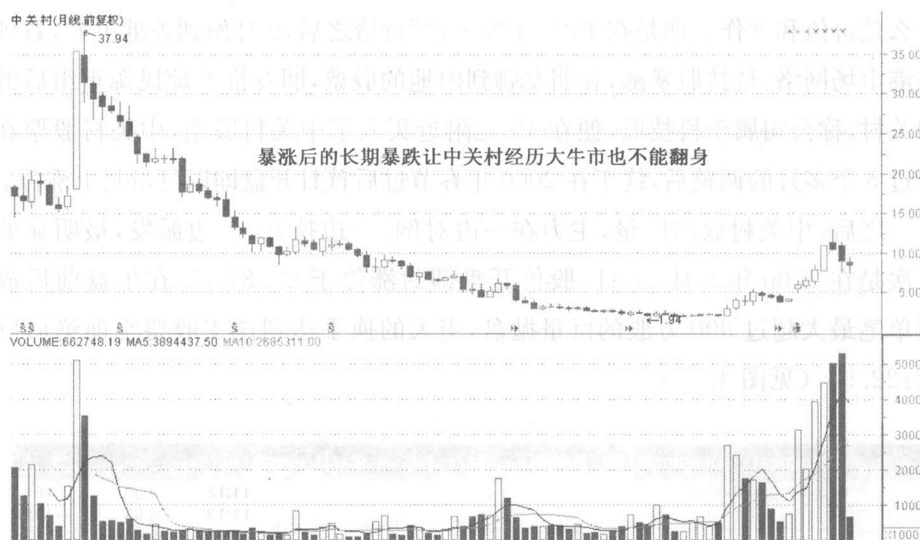


图 4.40 中关村(000931)1999 年 7 月至 2007 年 7 月月 K 线

从 2000 年 3 月中关村最高价 44.41 元到 2005 年 7 月五年的时间中,中关村最大跌幅超过 90%,而当年 19 元左右买入的股票如果不是在 30 元—35 元之间抛出,也将损失超过 80%,直到 2007 年的大牛市仍然不能翻身。

这家让人后怕的公司当时并不感到可怕,现在回头去看这家公司当时的基本面,直感到脖子后面凉飕飕的,感觉当时完全是无知者无畏。中关村无论公司名称叫得多响亮,业务重组如何绚丽,其本质就是一家虚胖型公司。所谓虚胖型公司,是指表面上公司规模大、牌子响、故事多,但实质是资产水分大、潜在不良资产多、管理成本高、经营效率低的公司。

从中关村当年流动资产状况图可以看到(见图 4.41),1999 年开始,公司即存在超过 15 亿元的应收账款,几乎和公司的净资产接近,其应收账款的比例明显过高。在 2000 年到 2003 年四年间,公司又出现巨额的其他应收账款,其金额之大,已经远远超过公司的净资产,显示了公司资产严重不实、管理不善可能导致的巨大风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

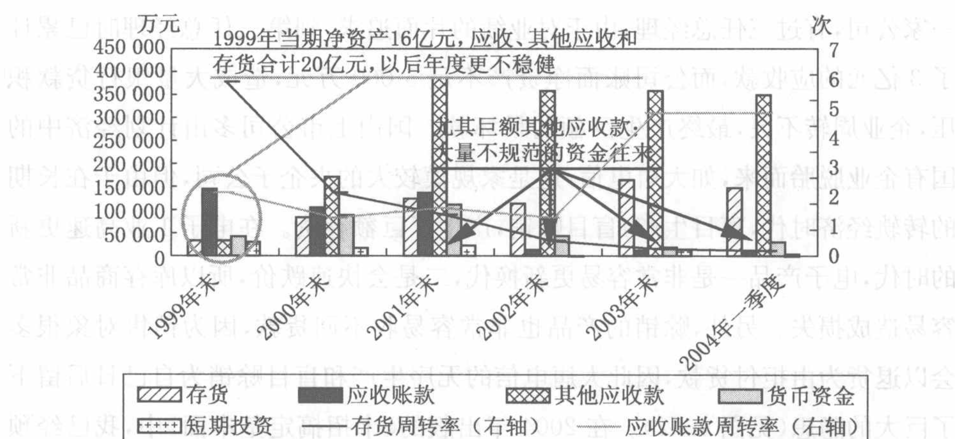


图 4.41　中关村(000931)1999 年至 2004 年一季度流动资产状况

这里要解释一下应收账款和其他应收款。应收账款的实质是由于赊销造成的贷款延迟支付。赊销虽然可以提升公司营业收入，但超出企业承受能力的赊销导致货款不能收回(即呆坏账)的风险是非常高的。国际上通行的控制应收账款风险的方法是对公司的客户进行信用调查和信用评级，为客户设定一个金额和账期均可控的信用交易(赊销)额，而一旦出现超期的应收货款，除了采取商业和法律措施外，财务上应遵循谨慎原则，对一年未收回的账务一般按30%计提坏账准备，逾期 2 年未收回的按 50%计提减值准备，三年未收回即全部计提减值准备，减少当年会计年度的收益，而如果已计提的坏账今后又收回来了，将在日后进行坏账冲回。应收账款周转率是否超限，可以参考市场和行业的平均数据。根据统计，A 股公司 2005 年度平均应收账款周转率是 13.6 次，即每月超过 1 次的周转水平。中国商业自古以来就重视赊销风险控制，商人都推崇“到手是财”的理念，小农经济时代信用风险控制最简单的一句话就是“本店本小利薄，概不赊账”。但在中国改革开放进入市场经济体制的初期，由于所有者制度和监管措施的不协调，导致国有资产有人出资无人负责的状况一度非常严重；企业经营者多由计划经济时代的执行者转换而来，缺乏市场竞争的经验，也缺乏风险控制的动力和措施，片面追求所谓“绩效”，造成盲目赊销，无序扩张，导致大量货款不能及时收回甚至造成严重的呆死账。我曾经经历过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一家公司，有过三任总经理，由于对业绩的片面追求，到第三任总经理时已累计了3亿元的应收款，而公司账面净资产不足5 000万元，造成大量银行贷款积压，企业周转不灵，最终产生巨额的呆坏款。国内上市公司多由计划经济中的国有企业脱胎而来，如大唐电信，这是家规模较大的央企子公司，但由于在长期的转轨经济时代，盲目生产，盲目赊销，产生了巨额存货。在电子工业高速更新的时代，电子产品一是非常容易更新换代，二是会快速跌价，所以库存商品非常容易造成损失。另外，赊销的产品也非常容易收不回货款，因为销售对象很多会以退货为由拒付货款，因此大唐电信的无序生产和盲目赊销为自己日后留下了巨大的隐患(见图4.42)。在2004年出版的《十招搞定基本面》中，我已经预计其日后的减值计提将必然导致公司的巨幅亏损，而后事实也证明了这一点。

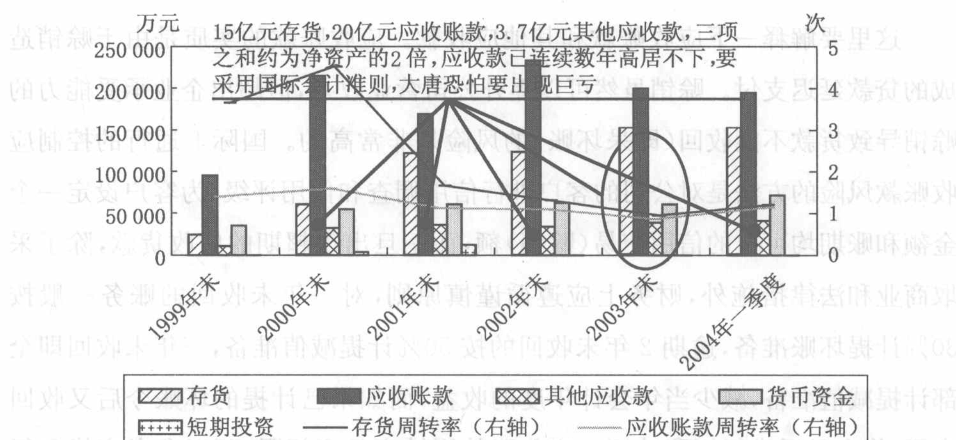


图4.42 大唐电信(600198)1999年至2004年一季度流动资产状况

基于这种考虑，在其后大唐电信无论出现何种题材、何种炒作，我都敬而远之，因为炒作这样的公司无异于刀口舔血。这类公司可能暴涨，也可能暴跌，暴涨时可能与你没关系，而暴跌前你很可能就是最后一棒，因为连续的跌停很可能让你根本逃无可逃(见图4.43)。

大唐电信在五个月的时间从13元炒作到最高32元，最大涨幅超过150%，然而它也能以持续跌停的方式在一个月内由32元跌至16元。因为根据大唐电信的流动资产状况，即使大唐电信大幅计提减值后，公司每年周转只有1.5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

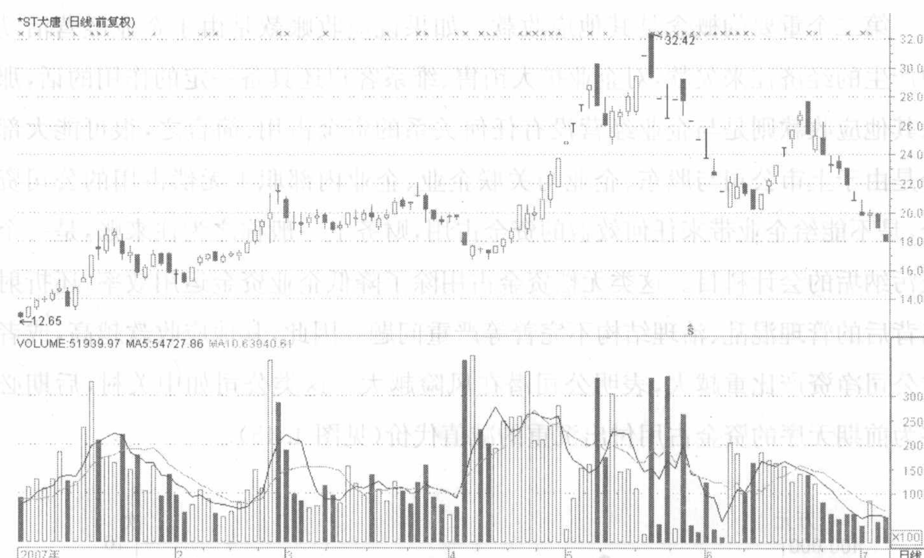


图 4.43 大唐电信(600198)2007 年 1 月 4 日至 7 月 6 日日 K 线

次，而且各种数据表明公司的资产水分还未挤干，因为到 2006 年底尽管公司在 2005 年、2006 年已累计计提超过 11 亿元的坏账准备（见图 4.44），但公司仍有 9.5 亿元的存货和 13 亿元的应收款，两者之和为 22.5 亿元，而这个数字远远高于公司 3.8 亿元的净资产。也就是说，如果再次计提坏账，公司将变成负资产。这也是当前大唐电信步入进退两难的困境的原因。

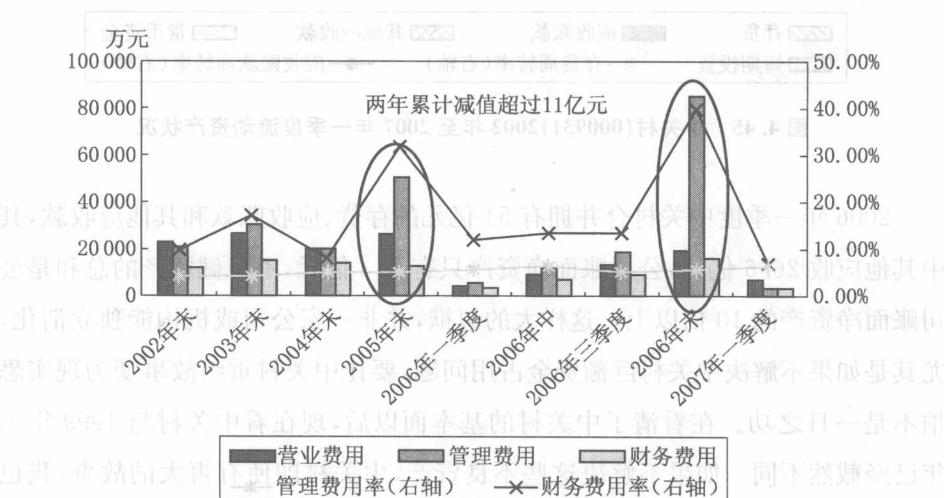


图 4.44 大唐电信(600198)2002 年至 2007 年一季度费用构成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二个重要的概念是其他应收款。如果说应收账款是由于企业经营活动中产生的经济往来欠款，对企业扩大销售、维系客户还具备一定的作用的话，那么其他应收款则是与企业经营没有任何关系的资金占用；简言之，很可能大部分是由于上市公司与股东、企业与关联企业、企业内部职工无偿占用的公司资金，是不能给企业带来任何效益的资金占用，财务上一般称之为往来账，是一个藏污纳垢的会计科目。这类无偿资金占用除了降低企业资金运用效率，还折射出背后的管理混乱、治理结构不完善等严重问题。因此，其他应收款越高，或者占公司净资产比重越大，表明公司潜在风险越大。这类公司如中关村，后期必将为前期无序的资金占用付出沉重的减值代价(见图 4.45)。

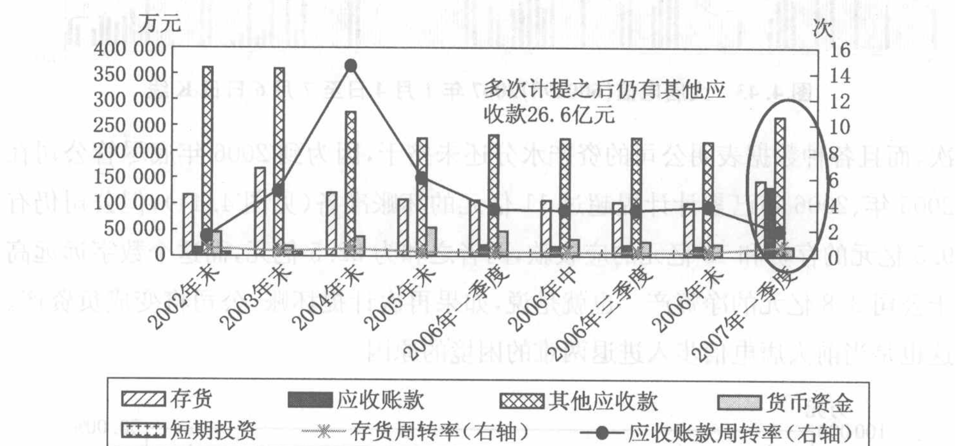


图 4.45 中关村(000931)2002 年至 2007 年一季度流动资产状况

2006 年一季度中关村合并拥有 54 亿元的存货、应收账款和其他应收款，其中其他应收 26.6 亿元，公司账面净资产只有 5.1 亿元，不稳健资产的总和是公司账面净资产的 10 倍以上。这样大的包袱，并非一家公司或机构能独立消化，尤其是如果不解决中关村巨额资金占用问题，要让中关村重组故事变为现实恐怕不是一日之功。在看清了中关村的基本面以后，现在看中关村与 1999 年当年已经截然不同。如果不解决这些不良资产，中关村即使有再大的故事，我也只会做一个旁观者，在风险和机会的博弈中，宁愿放弃机会也不愿意沾惹风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看家底中还有两类公司，一类是殷实型公司，一类是破落型公司。殷实型公司主要是指公司现金充沛，存货及应收账款周转效率高的公司。

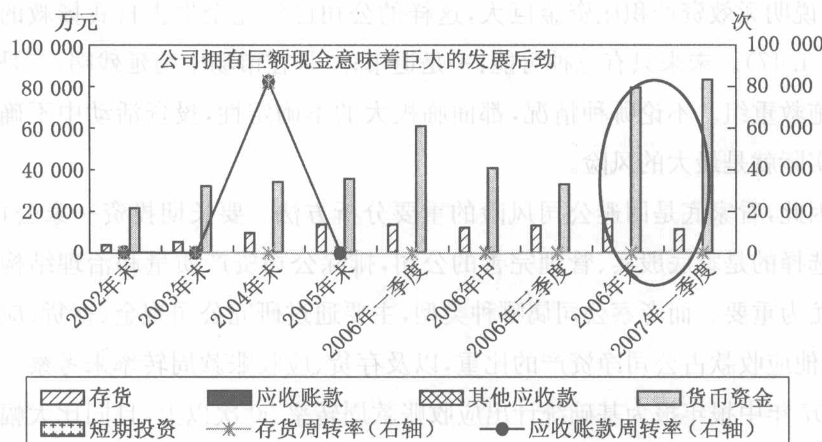


图 4.46　华鲁恒升(600426)2002 年至 2007 年一季度流动资产状况

从图 4.46 可以看出华鲁恒升现金充沛，存货很少，几乎没有应收账款，说明公司的产品销路极好，从不赊销，只有微量其他应收款；说明公司管理严格、制度规范，这样的公司，从家底角度上看无疑是一家家底殷实型的好公司。

所谓破落型公司是指公司已经表现出现金短缺，发展乏力，资产周转效率低下状况的公司，大部分 ST 公司都具备破落型的特点。

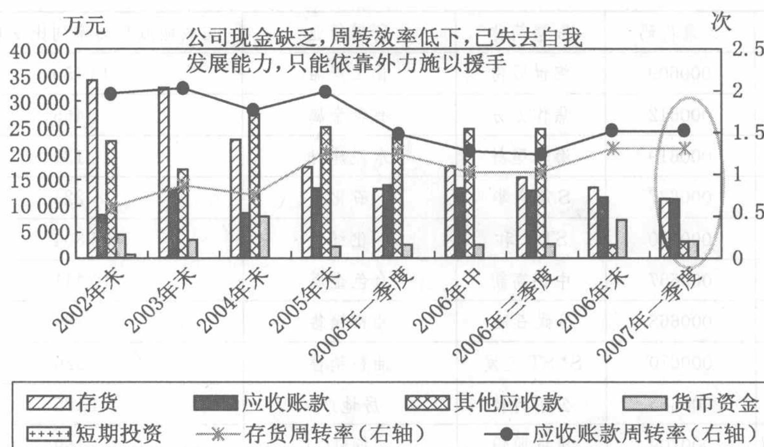


图 4.47　ST 光明(000587)2002 年至 2007 年一季度流动资产状况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

ST光明2006年以前长期具有大量的其他应收款，2006年末大幅计提减值准备导致公司连续二年亏损，而公司存货周转率及应收账款周转率均在1.5次左右，说明无效资产积压资金巨大，这样的公司已经完全失去自我拯救的能力（见图4.47）。未来只有三种可能：一是退市；二是在市场中苟延残喘；三是依靠外力施救重组。不论哪种情况，都面临极大的不确定性，投资活动中不确定性风险实际就是最大的风险。

因此，看家底是回避公司风险的重要分析方法。要长期投资一家公司，首先要选择的是家底殷实、管理完善的公司，排除公司资产质量和治理结构上的风险尤为重要。而考察公司属哪种类型，主要通过研究公司现金、存货、应收账款、其他应收款占公司净资产的比重，以及存货、应收账款周转率来考察。附四以2007年中报年报为基础统计出应收账款周转率50次以上，且同比大幅提升100%以上的公司。

附四：2007年中期应收账款周转率高且大幅提升的公司（见表4.10）

表4.10　2007年中期应收账款周转率高且大幅提升的公司

序号	股票代码	股票简称	所属行业	应收账款周转率同比变化(%)
1	000609	绵世股份	化工产品	13 150
2	000612	焦作万方	有色金属	465
3	000619	海螺型材	水泥建材	131
4	000637	S茂实华	石化	224
5	000650	ST仁和	化纤	437 804
6	000657	中钨高新	有色金属	10 441
7	000668	S武石油	油料销售	384
8	000670	S*ST天发	油料销售	326
9	000685	公用科技	房地产	4 185
10	000709	唐钢股份	钢铁	169
11	000800	一汽轿车	轿车	330

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

序号	股票代码	股票简称	所属行业	应收账款周转率同比变化(%)
12	000807	云铝股份	有色金属	109
13	000830	鲁西化工	化肥	271
14	000848	承德露露	食品及食品加工	322
15	000895	双汇发展	食品及食品加工	175
16	002024	苏宁电器	百货	240
17	002110	三钢闽光	钢铁	104
18	600035	楚天高速	公路路桥	133
19	600052	*ST 广厦	房地产	1 886
20	600077	国能集团	通讯设备	427
21	600240	华业地产	服装	11 284
22	600259	S* ST 聚酯	纺织	224
23	600318	巢东股份	水泥建材	110
24	600322	天房发展	房地产	162
25	600361	华联综超	百货	120
26	600383	金地集团	房地产	424
27	600533	栖霞建设	房地产	690
28	600682	S 宁新百	百货	343
29	600729	重庆百货	百货	153
30	600748	上实发展	房地产	1 934
31	600763	通策医疗	公共服务	6 082
32	600834	申通地铁	公交、出租车	167
33	600837	海通证券	证券保险	4 983
34	600859	王府井	百货	143
35	601333	广深铁路	运输及仓储	129

6. 第六招：看周期

企业的经营活动受市场因素影响有时呈现出一定的周期性。这种周期性主要表现在两个方面，一是企业年度内不同季节之间的利润波动，二是公司所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

属行业的周期波动。第一个周期问题较简单，第二个行业性周期比较复杂，很多公司所处行业都具有景气周期问题，而企业在不同的景气周期中的表现差异可能相差数十倍，因此行业性周期判断正确与否，是关系投资成败的重要基础。

季节性周期

先看第一个小周期，即年度内在不同季节之间，公司的效益呈现出规律性的波动，比如旅游、啤酒、白酒、家电、房地产等行业内的公司；有的公司企业效益在二、三季度远远好于一、四季度，如旅游；有的则在一、四季度效益远远好于二、三季度，如白酒，这就是所谓的公司经营的淡季和旺季。还有一类企业比较特殊，如房地产和一些股权投资收益占公司业务利润比重较大的公司，呈现出账务性周期，比如房地产行业，由于行业内的销售多数先作为预收处理，在房产证办理完毕后再转为正式销售，就往往出现二、四季度集中进行销售结转的账务性周期。还有的公司长期股权投资较多，因此这类拥有大量参股企业的上市公司，在分析其业绩时必须对投资收益进行恰当的预计。

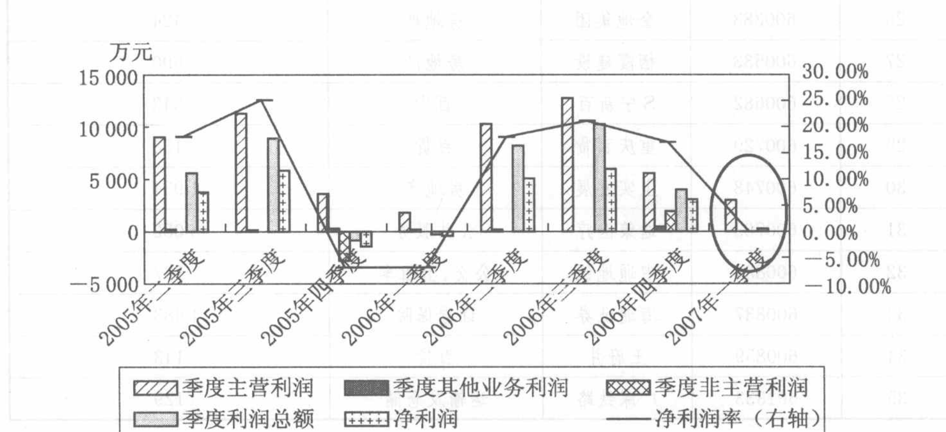


图 4.48　黄山旅游(600054)2005 年二季度至 2007 年一季度运营利润

从黄山旅游季度运营跟踪图上可以清楚地发现(见图 4.48)，黄山旅游在二、三季度的收益明显好于一、四季度，出现这种情况是由于在二、三季度是明显的旅游旺季。从图 4.49 公司营业收入的季度跟踪也可以发现，公司在二、三季度的营业收入明显高于一、四季度，而且呈现收入峰值逐年上升的趋势，表明

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的经营呈现良性健康发展。

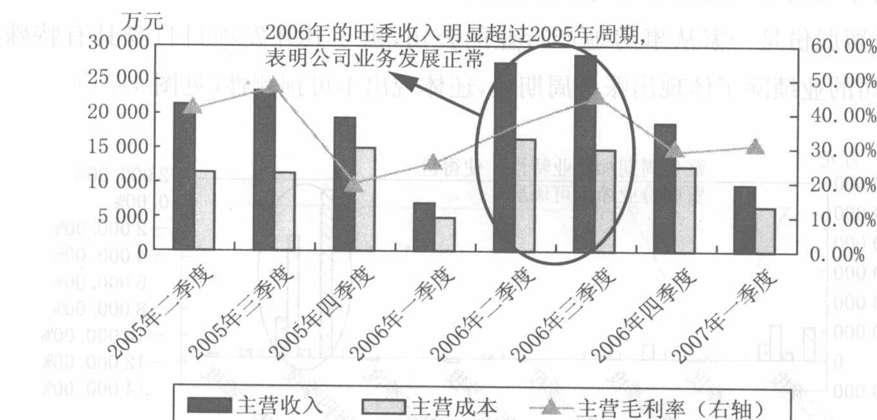


图 4.49 黄山旅游(600054)2005 年二季度至 2007 年一季度主营收入及成本

再看万科。万科呈现的特点正是前述的账务性周期，主要表现在二、四季度的收入、利润等远远高于一、三季度，同样发现，万科在“旺季”中其利润的高点也在不断抬高，表明万科业务保持健康发展（见图 4.50）。

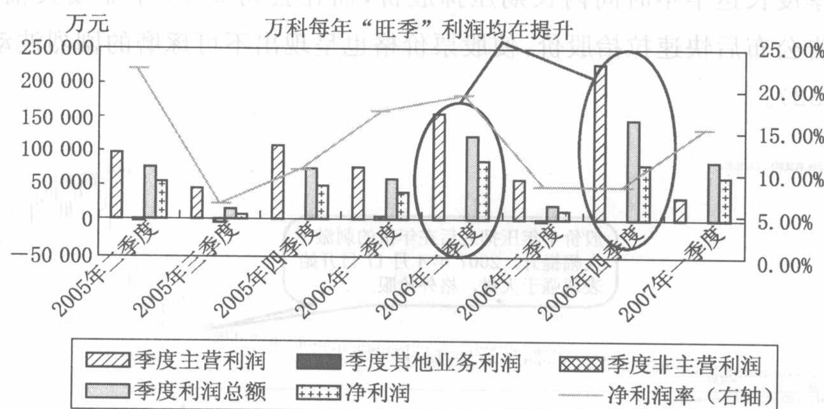


图 4.50 万科(000002)2005 年二季度至 2007 年一季度运营利润

不同类别的企业在年度经营中都可能呈现出淡季和旺季，因此在分析公司的相对价值时，必须在静态分析基础上把季节性波动的因素考虑进去，这样才

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能较完整地对公司价值进行评估。在市场中，主力和机构有时会编故事，利用企业的小周期业绩波动打压或拉抬股价。

世贸股份是一家从事房地产行业的公司，由于其开发项目自身具有特殊性，公司的业绩除了体现出账务周期外，还体现出不可预测性（见图4.51）。

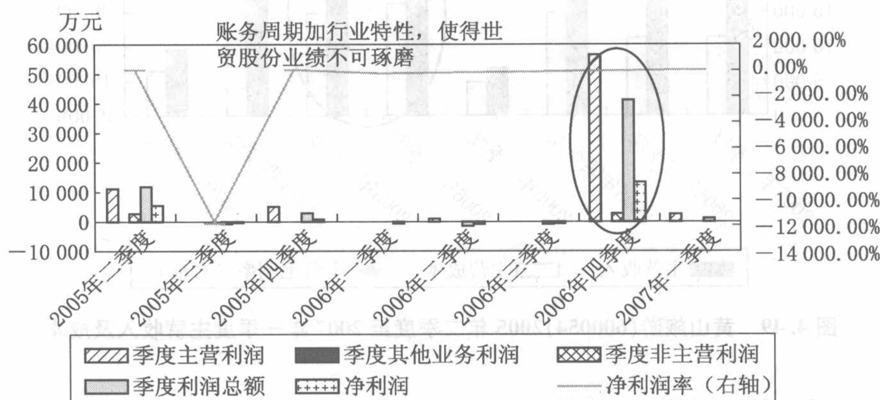


图4.51 世贸股份(600823)2005年二季度至2007年一季度运营利润

股票背后的机构正是利用公司业绩的变化特点在2006年三季度至2007年一季度长达半年时间内长期压抑股价，而在公司2006年业绩大幅提升的报告公布后快速拉抬股价，使股票价格也呈现出不可琢磨的剧烈波动（见图4.52）。

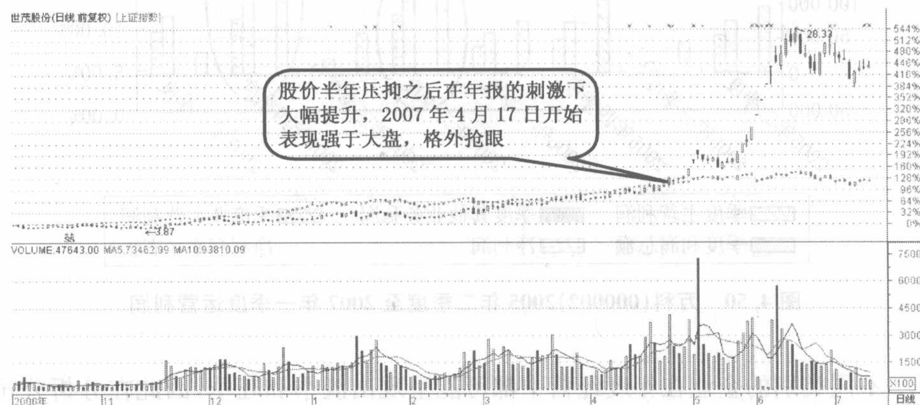


图4.52 世贸股份(600823)2006年10月至2007年7月与上证指数对比日K线

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

近年随着基金、QFII、机构的大量持股，阳光机构持股较多的公司利用公司小周期来打压、哄抬股价的现象受到一定抑制。这是因为机构都已明白公司经营周期的原因，在估值时对季节周期现象都已进行了消化，如果有资金敢于逆市而动，反而会引发其他机构吸货或派发，因而股价的波动受到一定平抑。

非阳光机构持有的公司，这类现象仍然比较严重，投资者在买卖股票时不得不认真防范，对公司的小周期进行深入分析，排除一些不可预测的风险，以防落入他人精心布置的圈套中。

行业性周期

行业性周期是一个更加复杂的难题，对周期性行业公司的估值也是对全球基金经理的挑战。周期性行业包括石化、钢铁、有色、造纸、纺织、化工、机械等众多大类行业。我在对巴菲特的投资风格研究中也发现，巴菲特长期持有的公司多属于随经济增长而稳定成长的公司，如可口可乐、吉利等消费类企业。这类企业大部分属于非周期性行业，而即便对中石油这样的优质公司，巴菲特的持股策略最多只能说是波段，因为就巴菲特的资金规模和市场影响力，在七年内买入并卖出只能算是其发现了市场定价机制的短期错误，而这个错误一旦被市场纠正，他立即选择退出而不是长期持有。一般而言，周期性行业与经济循环具有明显的共生性，由于经济内在的规律，在经济循环的高涨期，盲目投资、盲目扩大再生产，导致在经济萧条期产生严重的供大于求，销售大幅下降，效益一落千丈，周期性行业公司其公司效益上的落差往往比宏观经济具有更大的波动性。

A 股市场典型的周期性企业如中信证券，按复权后价格计算，中信证券在股市低迷的 2005 年 3 月 31 日最低股价曾跌至 2.73 元，而在 2007 年中期其股价涨至 66 元，期间振幅达到 23 倍。而有趣的是，中信证券在股价达到历史低位时，其对应的市盈率高达 321 倍，市净率是 1.97 倍，而在 2007 年 5 月 28 日其股价达到 66 元时，对应的市盈率却只有 34.2 倍，但市净率却达到 12.2 倍。因此，如果确定一个公司的业绩影响是行业性周期所导致，而这家公司又具有一定的规模和市场占有率，其资产质量又很好的话，就不能够生搬硬套市盈率估

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值的方法，而可以采用某种“反市盈率”规律，不是在低市盈率买入高市盈率卖出（低买高卖），而是在高市盈率买入低市盈率卖出（高买低卖），或者参照公司的市净率进行低买高卖（见图 4.53）。

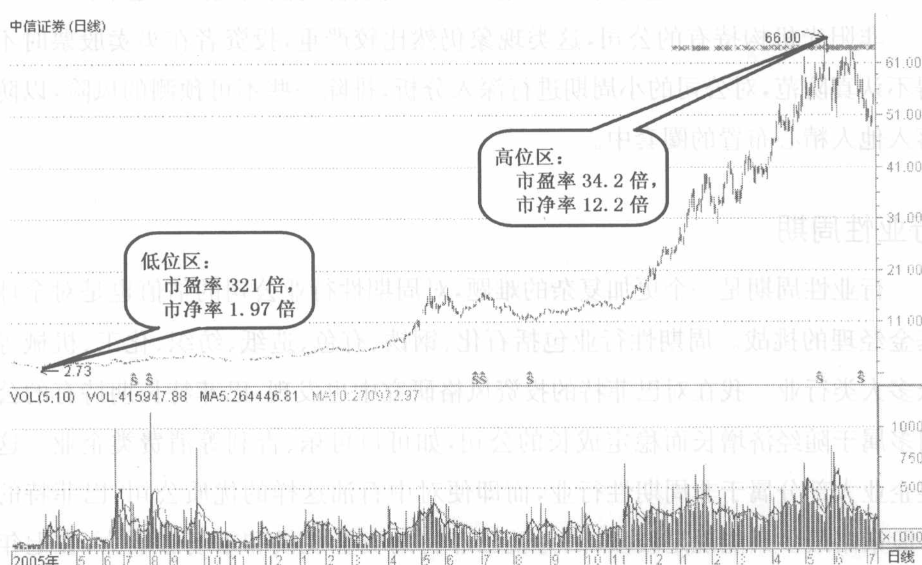


图 4.53 中信证券(600030)2005 年 3 月至 2007 年 7 月日 K 线

市盈率、市净率是衡量公司价格是否合理的最常用的指标，市盈率所包含的意义是公司当前的盈利需要多少倍的代价购买；而市净率是股价和公司最近每股净资产的比率，它所包含的含义是公司的净资产需要多少倍代价购买。通常而言，市盈率越低，说明所购买的价格越优惠。而周期性行业的估值从上面看是与这一惯常思维相反的，这是由于周期性行业要买入的最后时机是基本面见底的时刻，而要卖出的时机是基本面见顶的时候，这两者之间往往蕴含着巨大的股价波动机会。中信证券股价波动幅度高达 23 倍，远高于行业周期带来的公司收入和利润的波动幅度（2006 年和 2004 年对比，分别为 6.1 倍和 14 倍）。

彼得·林奇管理的麦哲伦基金曾经在克莱斯勒等汽车公司的复苏中大有斩获，这是他投资于周期性股票的成功之作。林奇说，买周期性股票就像玩 21

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

点纸牌游戏，如果赌得太久，那么最终会把赢来的钱全赔光。这句话幽默地表达了他对周期性股票的投资策略，那就是要“高买低卖”。买卖股票都是“高抛低吸”，但彼得·林奇从市盈率的角度独特地定义了投资周期性股票的法则为“高买低卖”——在周期性股票市盈率最高时买入，市盈率最低时卖出。

对于业绩稳定的公司而言，自然是市盈率越低意味着更加便宜，但周期性股票最佳的投资时机是行业景气周期由底部回升的时候。周期性股票在周期低点时每股收益很低，市盈率畸高，甚至亏损。当景气转换时，每股收益增长幅度惊人，因此是最具有攻击性的投资品种之一，其股价增长的爆发力有时候比牛市中的成长股还要强劲。而当处于周期高点时，每股收益丰厚，市盈率极低，仿佛是最佳的持有对象，殊不知此时盈利增长已经放缓，股价增长潜力减弱，一旦行业景气度下降，市场预期的改变和盈利的下降将使此类股票成为资产组合里最具杀伤性的凶手。因此，彼得·林奇说道：“在市盈率很低的时候买入收益已经增长了好几年的周期型股票，是短期内减少你一半资产的有效方法。”

因此，周期性行业的底和顶的判断要摆脱单纯对个股的市盈率、市净率的判断，而更多的需要从行业的盈利状况进行判断，否则在我们这个投机风气盛行的市场，“低买高卖”的反市盈率操作方法会导致炒作和陷阱。很多炒家宣扬市盈率没用，其真正的目的是在于炒作，而普通股民由于不清楚市盈率的内在原理和具体问题具体分析的应用方法，被蒙住双眼而毫不知觉，这也是我们这个市场的一大悲哀。

其实，对于“反市盈率”的高买低卖，首先要判断这家公司所处的行业是否是周期性行业，目前是否正处在行业景气的拐点；其次要判断这家公司的规模是不是行业中的龙头，在行业低潮中是采取收缩还是扩张的策略；第三要判断这家公司资产质量如何，对周期性行业要按照拐点加龙头加高质量资产的方法来分析，另外加上对资产配置的风险管理和足够的耐心，就可获得丰厚的回报。

如何判断周期性行业底部和拐点呢？一般说来周期性行业遵循“物极必反”的原理，当周期性行业衰退达到某种极限，如出现全行业亏损，或是行业中的巨头出现严重危机，或是行业盈利能力、经营效率持续下降等都往往标志行业低谷的来临。如 2005 年证券行业出现全行业亏损，同时伴随着南方证券、华

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

夏证券等大批老牌券商发生危机；2001 年末轿车行业出现行业亏损，2002 年煤炭行业经营效率大幅降低，2005 年家电行业亏损，工程机械行业盈利能力持续下降，2002 年白酒行业经营效率大幅降低等，都是行业性低谷的时点。这些周期性行业进入低谷后由于成因不同，如有的行业周期是国际性的，有的行业周期是政策性的，它们触底后反弹所需的时间一般需要数季，有的甚至长达二到三年，因此介入周期性行业，除了需要耐心，更要有对行业复苏拐点的准确判断，才不至于被市场的震荡和反复乱了方寸。

通过对行业的长期跟踪研究，我设计了行业盈利能力指数、行业经营效率指数等系列指数；通过这些指数和市场平均指数的比较，可以更直观、更清楚地发现行业的底谷和拐点。另外，通过行业系列指数的综合评估，可以对行业基本面及投资价值进行评级，并通过评级曲线的方式，能直观地发现行业投资价值周期性的变化，并寻找恰当的介入时点。

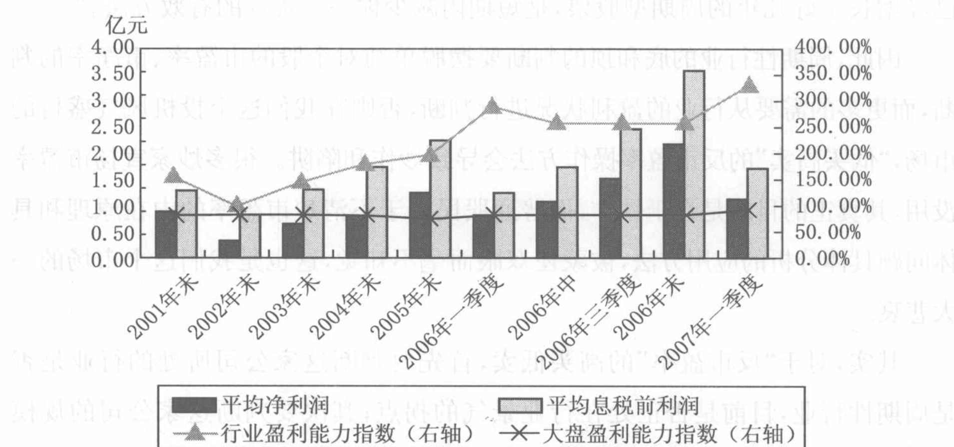


图 4.54 酒类行业 2001 年至 2007 年一季度行业盈利能力

从上述酒类行业盈利能力和市场平均盈利能力指数的对比可以看到 2002 年是该行业盈利能力的低点，之后 2003 年、2004 年表现出行业盈利能力的复苏，而在这个期间，遵循挑龙头、挑资产质量好的原则，茅台和五粮液是首先纳入投资视野的公司（见图 4.54）。茅台在 2003 年 1 月 4 日至 2004 年 12 月 31 日熊市中涨幅超过 110%，五粮液涨幅也超过 40%（见图 4.55）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

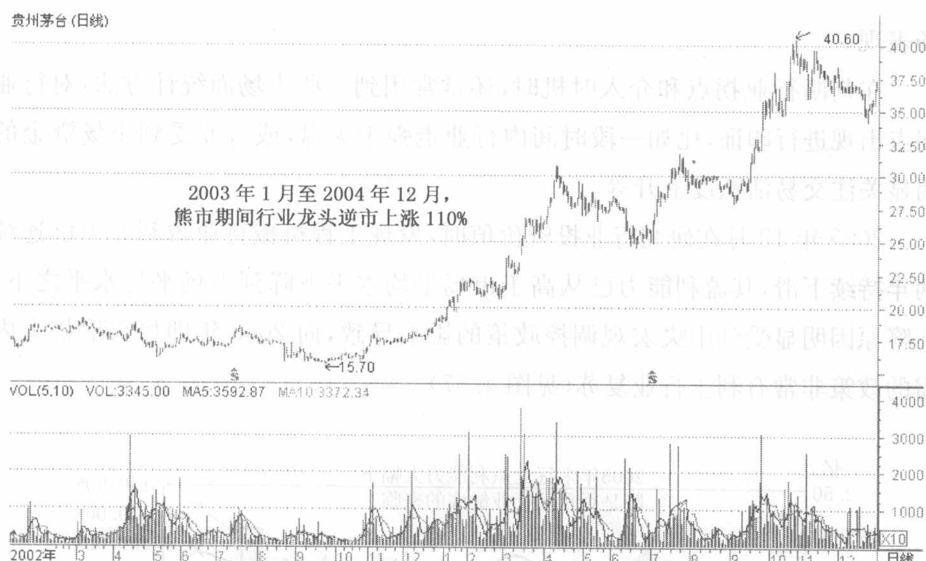
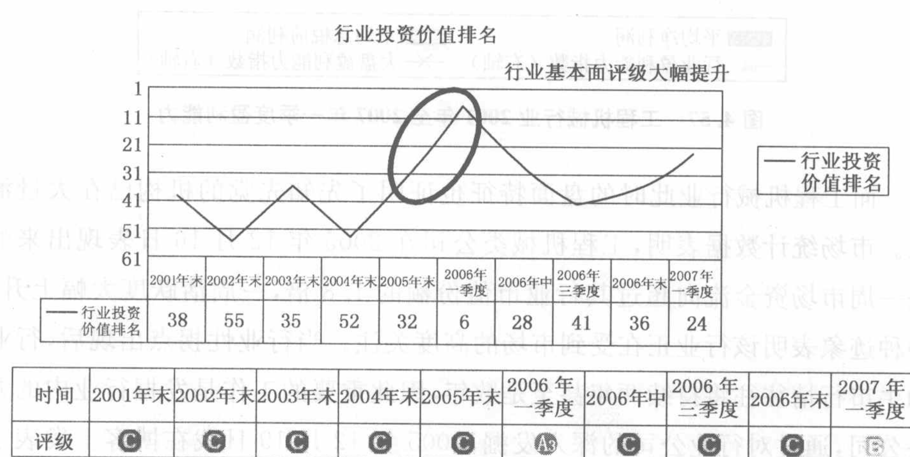


图 4.55 贵州茅台(600519)2002 年 12 月至 2004 年 12 月日 K 线

而 2005 年末，随着国家对白酒行业税收计量政策的调整，白酒行业的盈利能力迅速上升，整个行业呈现出触底反弹式的快速复苏，基本面迅速改善(见图 4.56)。



	2001年末	2002年末	2003年末	2004年末	2005年末	2006年一季度	2006年中	2006年三季度	2006年末	2007年一季度
行业投资价值排名	38	55	35	52	32	6	28	41	36	24

时间	2001年末	2002年末	2003年末	2004年末	2005年末	2006 年一季度	2006年中	2006 年三季度	2006年末	2007 年一季度
评级	C	C	C	C	C	A3	C	C	C	B

图 4.56 酒类行业 2001 年至 2007 年一季度基本面评级

在此期间，酒类行业大批公司如山西汾酒、伊力特等均有非常优异的市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场表现。

在判断行业拐点和介入时机时，还常常用到一些市场面统计方法：对行业拐点出现进行印证，比如一段时间内行业走强于大盘，或行业受到市场资金的明显关注交易活跃度上升等。

2005 年 12 月在研究行业投资价值时，发现工程机械行业盈利能力已连续两年持续下滑，其盈利能力已从高于市场平均水平下降到市场平均水平之下，下降原因明显受到中央宏观调控政策的影响导致，而 2006 年即将采取扩大内需的政策非常有利于行业复苏（见图 4.57）。

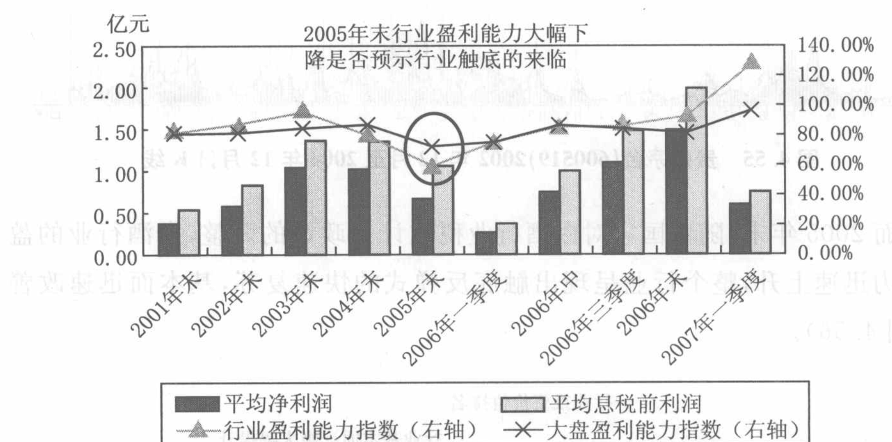


图 4.57 工程机械行业 2001 年至 2007 年一季度盈利能力

而工程机械行业此时的盘面特征也证明了先知先觉的机构已在大量涌入。市场统计数据表明，工程机械类公司在 2005 年 12 月 16 日表现出来的是一周市场资金流向超过其行业市值份额的 1.8 倍，一周活跃度大幅上升，种种迹象表明该行业正在受到市场的高度关注。当行业性拐点出现后，行业的牛市行情往往将持续两年甚至是数年，因此重要的工作是发掘行业内的龙头公司，通过对行业公司的深入发掘，2005 年 12 月 19 日我在博客上发表了《明显走强的行业，值得关注的公司》，披露了三一重工、中联重科等一批重量级公司。

当时的选股和到 2007 年 7 月 11 日的市场表现参见表 4.11，这些公司平均

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

涨幅518%，而市场同期平均涨幅243%，强于市场一倍以上。

表4.11 工程机械行业龙头公司涨跌示例

股票代码	股票名称	流通市值(亿元)	一年股价区间	1月相对大盘涨跌(%)	1月相对行业涨跌(%)	中期走势	股价创新高天数	当日资金流向(%)	市盈率(倍)	市净率(倍)	累计涨跌(%)
600031	三一重工	10.7	底部	15.58	14.36	走强	80	304	11.52	1.53	541.21
600761	安徽合力	9.5	中位	12.41	11.23	走强	64	105	10.69	1.72	435.90
000528	柳　工	9.2	中位	6.60	8.82	走强	119	119	9.91	1.38	464.25
000157	中联重科	10.7	中位	5.60	7.79	走强	64	192	9.92	1.93	498.89
000680	山推股份	8.9	中位	1.52	3.63	走强	58	129	13.13	0.92	650.00

周期性行业的顶点是大家都担心的一个问题，都害怕自己成为低市盈率买入的最后接棒者，但一般而言，顶点的判断需要行业基本面滞涨出现一段时间以后才能得到检验(一般在2个季度以上)。近年煤炭行业自2002年底走出低潮以后已持续走牛5年，从目前看，行业景气仍未有停滞的迹象。铜、铝、铅、锌、黄金、石油等资源性行业都未现疲态。因此，对周期性行业也不能盲目言顶，要认真地分析造成繁荣起因的因素是否消失，如果用季度跟踪的方法，在排除掉季节性周期后如果指数连续2个季度以上呈现下滑趋势，或某个季度出现大幅下滑，这时候就要防范行业性周期到顶的风险。

附五：行业走强型选股策略及选股结果

- 行业一个月表现强于上证指数；
- 行业一周资金流入；
- 行业周活跃度上升；
- 个股一个月表现强于市场；
- 个股净利润同比大幅上升30%以上；
- 个股股价运行在合理区或机会区。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4.12 行业走强型选股策略选股结果

序号	代码	股票简称	所属行业	净利润同比增长率(%)	一个月相对大盘涨跌(%)	股价运行区域	行业周活跃度	行业一个月相对涨跌(%)	行业一周资金流向(%)
1	600489	中金黄金	采矿	51	9.10	合理区	温和上升	10.21	135
2	600547	山东黄金	采矿	72	18.95	合理区	温和上升	10.21	135
3	000878	云南铜业	有色金属	80	7.60	合理区	大幅上升	0.43	167
4	000831	关铝股份	有色金属	385	7.70	合理区	大幅上升	0.43	167
5	600472	包头铝业	有色金属	53	7.67	机会区	大幅上升	0.43	167
6	000933	神火股份	煤炭	120	9.33	合理区	大幅上升	7.45	123
7	600531	豫光金铅	有色金属	33	3.84	机会区	大幅上升	0.43	167
8	600595	中孚实业	有色金属	638	6.71	合理区	大幅上升	0.43	167
9	000528	柳工	工程机械	37	1.46	机会区	温和上升	9.62	104
10	600815	厦工股份	工程机械	55	12.27	机会区	温和上升	9.62	104
11	600710	常林股份	工程机械	121	1.45	机会区	温和上升	9.62	104
12	000680	山推股份	工程机械	56	14.02	机会区	温和上升	9.62	104
13	600315	上海家化	日用化工产品	52	8.19	合理区	温和上升	5.15	167
14	600177	雅戈尔	服装	279	10.76	合理区	温和上升	6.16	187

表 4.12 是 2007 年 7 月 1 日采用行业走强型选股策略的选股结果，至 9 月 28 日三个月期间，所选公司期间 100%上涨，平均涨跌幅 83.1%，上证指数同期涨跌 42.5%，相对上证指数强 95.5%。从表 4.12 看出，在市场进行大幅调整后，资源型如有色、采矿、煤矿类公司受到资金的关注，工程机械类企业也重新受到重视，这些行业出现了明显的板块效应(上述策略摘自作者 2007 年 7 月第一财经今日股市节目资料)。

7. 第七招:看外财

外财是通俗的说法，主要指企业主营业务以外的收入。截至 2006 年底新会计准则实施前，主要指公司的投资收益(尤其是短期投资收益)、其他业务收入及补贴收入等非经常性的收益。这些收入由于存在一定的偶然性，不是由公司核心

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主业提升所产生的收入，因此在分析公司价值时必须额外考虑。新会计准则实施后，对企业的利润和收入来源区分作了一定调整，与国际会计准则逐步接轨，企业收入不再区分主营收入和其他业务收入，新增了公允价值变动收入，企业资产也加入了金融资产的概念，原来的"短期投资"不复存在，"投资性房地产"首次进入公司资产负债表中，金融资产和投资性房地产由于市场价格（公允价值）变动所产生的价值变动被计入"公允价值变动收益"，为公司收入增加了新的来源。

前面已经谈到，制度变革推动生产力的发展往往比物质投入更具催化作用。新会计准则的采用既是对中国企业中一些有远见的企业家以前年度的投资和收购行为的确认，也为今后企业多元化的盈利模式打开了空间。所以在新会计准则实施后，我个人评价就是制度创新为诞生中国的巴菲特和大陆的李嘉诚创造了条件。2007 年 10 月财政部、国税总局确认企业股权投资不变现则不须交纳所得税，从税制上与国际进一步接轨。

全球首富比尔·盖茨是依靠在单一领域做大做强获得了成功，而全球第二富人巴菲特和华人首富李嘉诚都是依靠天才般的投资能力及非凡的多元化投资取得了成功。全球最大市值的公司 GE 也是依靠杰出的多元化投资赢得了市场常青树的美誉。国有企业过去由于制度缺陷所产生的盲目投资和投资失控，导致人们对市场中多元化投资公司产生了一种不好的印象。如爱建股份，曾经投资大大小小 60 多家公司，涉及数十个行业，然而投资效率却十分低，加上风险管理失控，最终让这个老牌企业陷入困境（爱建股份投资绩效见图 4.58）。

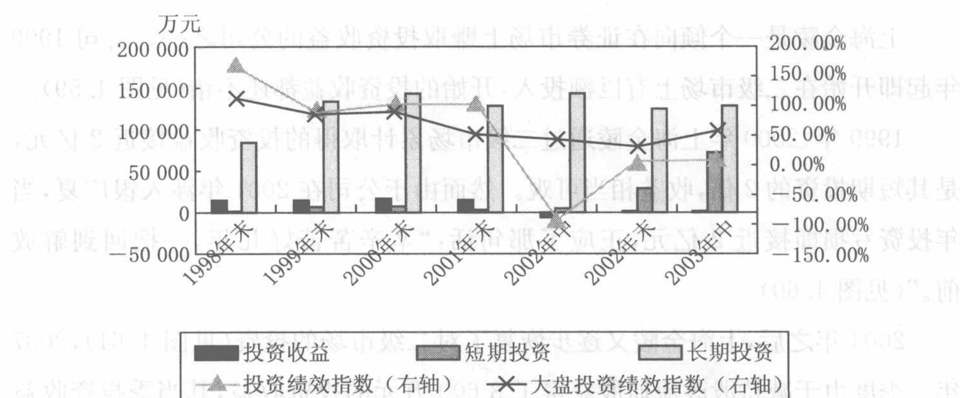


图 4.58　爱建股份(600643)1998 年至 2003 年中期投资绩效

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从图 4.58 可以看出，爱建股份在 2003 年中期 20 亿元的投资长期处于低效状态。爱建股份拥有控股、参股的公司共有 60 多家，有将近 14 亿元的长期投资，7 亿多元的短期投资，2003 年中期只有 900 多万元的投资收益，其投资绩效指数自 1998 年以来持续下跌。投资涉及西餐厅、玩具、航运、纺织、通讯、参茸店、装饰等，横跨上海、加拿大、香港、苏州、扬州、湖南、哈尔滨等，除了房地产，其他的基本上盈利少，亏损大。

集约化和多元化孰优孰劣并不那么容易界定，两者都有大量成功的案例，也都有大量失败的案例。就我个人而言，倾向于根据公司的资源状况区别对待公司发展战略。伯克希尔·哈撒韦公司拥有巴菲特，所以可以从事多元化股权投资并且非常成功。而微软公司拥有比尔·盖茨，所以微软也很成功。人才、市场、自然资源、企业机制等都是企业在选择自身合适的发展道路上必须考虑和整合的资源，有句话叫不熟不做，是指不熟悉的领域不盲目介入，但一个领域发展空间总是有限度的，或者说其他领域的机会对企业家来说总是具有吸引力的。企业和企业家价值如何延伸，如何在新的领域由生到熟，由小到大地发展，最终实现成功的多元化，一定要针对企业具体情况具体分析。

因此我们在谈到外财时，更愿意从中性的立场上去考量它的合理性，以及对企业价值的短期和中长期影响。哪些外财是难以维系的，因而必须回避的？哪些外财却是可以扩展甚至延伸的，是可以成为公司新的可复制的盈利模式的？

上海金陵是一个倾向在证券市场上赚取投资收益的公司之一。公司 1999 年起即开始在二级市场上有巨额投入，开始的投资收益都还不错（见图 4.59）。

1999 年、2000 年上海金陵通过二级市场累计取得的投资收益接近 2 亿元，是其短期投资的 2 倍，收益相当可观。然而由于公司在 2001 年涉入银广夏，当年投资亏损即接近 2 亿元，正应了那句话："辛辛苦苦好几年，一把回到解放前。"（见图 4.60）

2004 年之后，上海金陵又逐步恢复了对二级市场的投资（见图 4.61），2007 年一季度由于减持股改流通股获得了 3 600 万元的投资收益，其当季投资收益已超过公司净利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

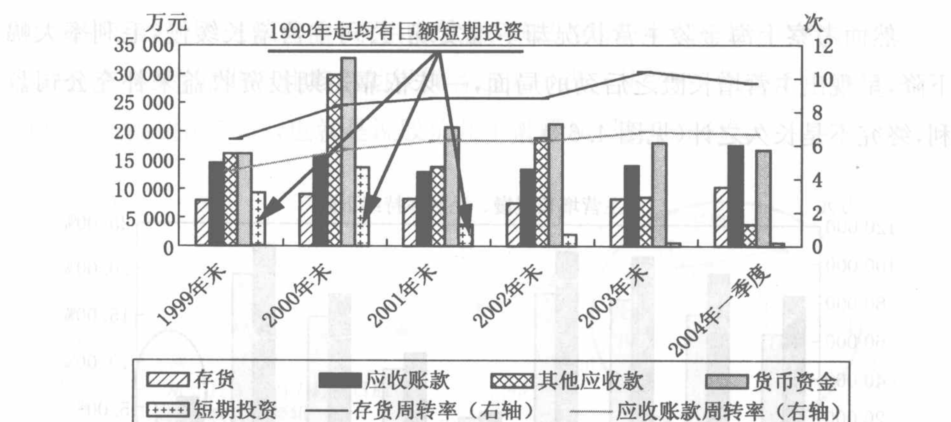


图 4.59 上海金陵(600621)1999 年至 2004 年一季度资产状况

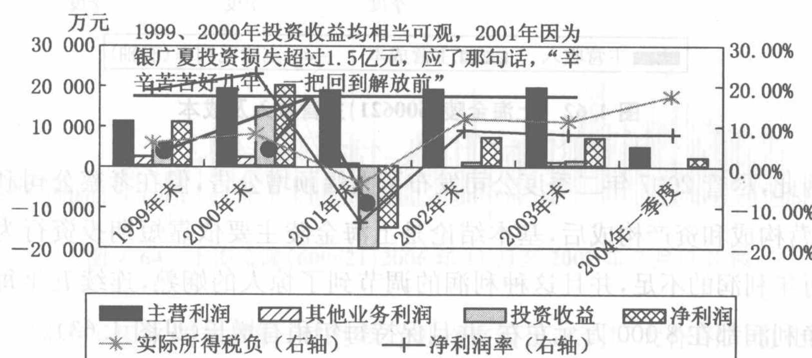


图 4.60 上海金陵(600621)1999 年至 2004 年一季度利润构成

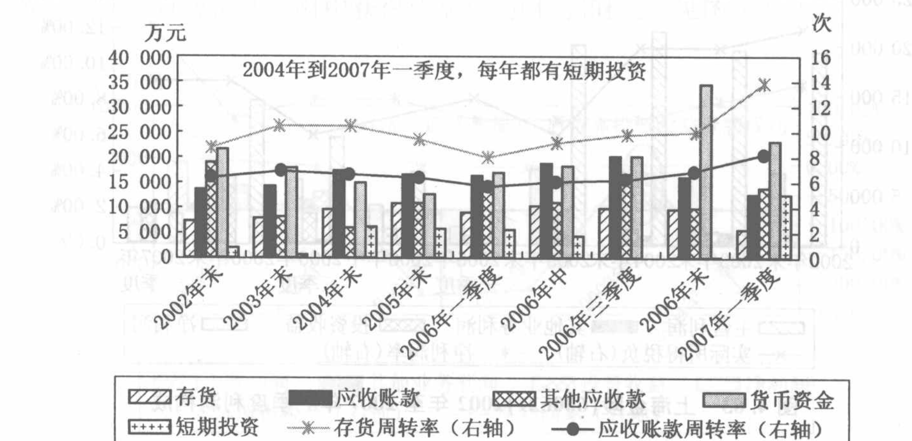


图 4.61 上海金陵(600621)2002 年至 2007 年一季度流动资产构成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而考察上海金陵主营状况却不难发现，公司主营增长缓慢，毛利率大幅下降，呈现出主营增长匮乏后劲的局面，一味依靠短期投资收益来补充公司盈利，终究不是长久之计（见图 4.62）。

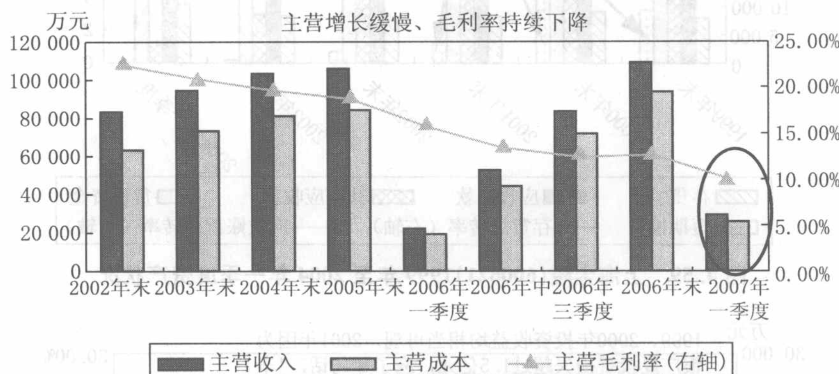


图 4.62　上海金陵(600621)主营收入及成本

因此，尽管 2007 年二季度公司发布了大幅预增公告，但在考察公司利润构成、主营构成和资产构成后，基本结论是上海金陵主要依靠短期投资行为弥补公司每年利润的不足，并且这种利润的调节到了惊人的娴熟，连续五年每年公司的净利润都在 8 000 万元左右，并且保持每年稍有增长（见图 4.63）。

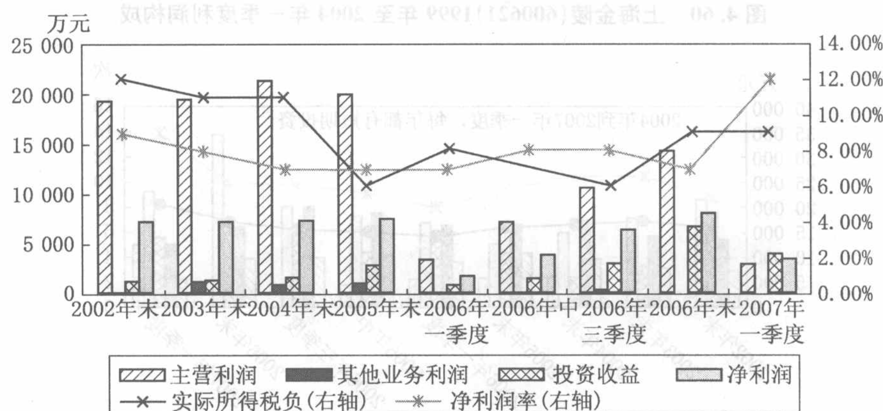


图 4.63　上海金陵(600621)2002 年至 2007 年一季度利润构成

对于这样的公司，由于没有基本面支持，股价在市场中容易产生剧烈的波

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动，公司在经过一轮炒作后，半年内股价从最低到最高最大上涨 5 倍，然而一旦下跌都是连续的暴跌，让参与的投机者逃无可逃。从 2007 年 5 月 8 日到 7 月 5 日最大振幅超过 50%，也就是说股价几乎被腰斩(见图 4.64)。

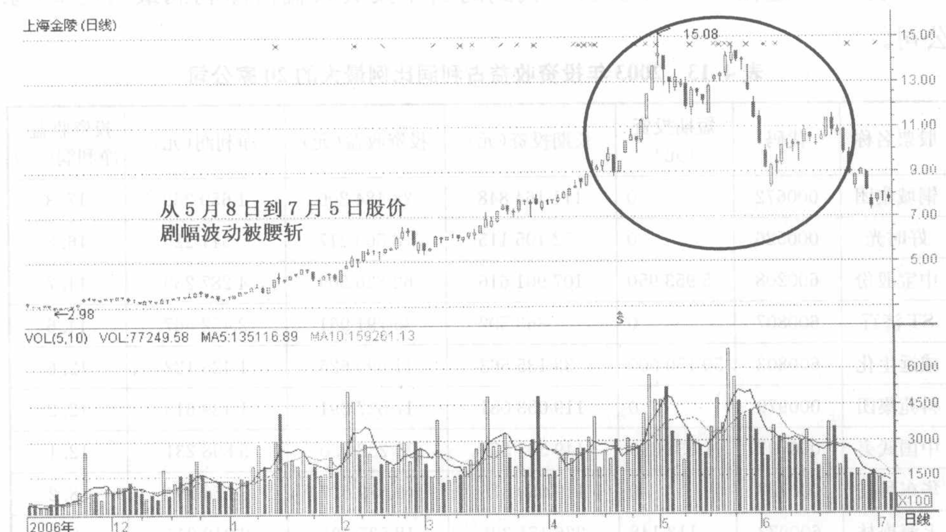


图 4.64 上海金陵(600621)2006 年 11 月至 2007 年 7 月日 K 线

外财除了用来调节利润，对很多公司的重组也起到巨大作用。前几年外部输送的非主营利润对公司保牌、重组起到了非常关键的作用，很多公司如兰州黄河、ST 济百等都从外财中获得了喘息的时间和机会(见图 4.65)。

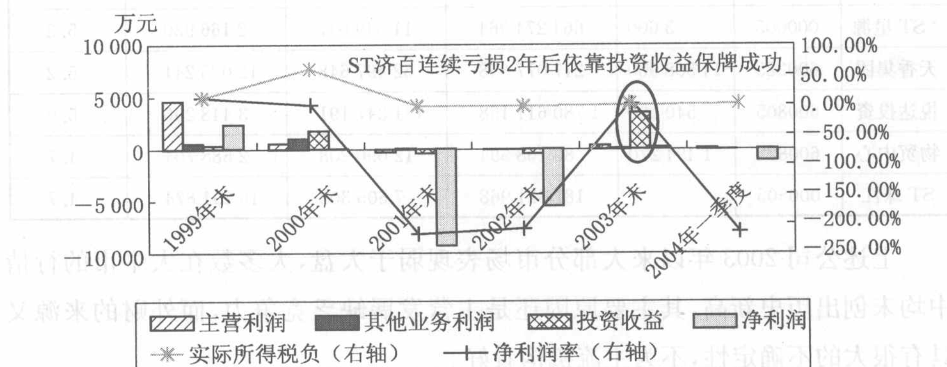


图 4.65 天业股份(600807)(原 ST 济百)1999 年至 2004 年一季度利润构成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从图 4.65 可以看到，ST 济百在 2001 年、2002 年已经出现连续 2 年亏损，2003 年如果亏损，公司将被摘牌。2003 年公司正是依靠一笔 4 000 余万元的投资收益，保牌成功。

表 4.13 是在 2003 年资料中找到的当年投资收益占净利润最大的 20 家公司。

表 4.13　2003 年投资收益占利润比例最大的 20 家公司

股票名称	代码	短期投资（元）	长期投资（元）	投资收益（元）	净利润（元）	投资收益/净利润（%）
铜城集团	000672	0	111 164 848	28 484 200	1 650 269	17.3
好时光	000526	0	52 105 115	8 563 217	511 229	16.8
中宝股份	600208	5 953 950	107 901 616	62 826 509	4 287 269	14.7
ST 济百	600807	0	863 502	35 791 961	2 452 567	14.6
威远生化	600803	50 150 000	33 135 563	17 990 626	1 425 122	12.6
科苑集团	000979	0	119 053 081	17 527 291	1 439 613	12.2
中国武夷	000797	1 638 399	449 307 374	71 238 730	5 898 231	12.1
华东科技	000727	0	119 050 375	49 679 527	6 056 894	8.2
上海梅林	600073	113 148	226 471 395	18 535 597	2 312 811	8.0
ST 自仪	600848	574 740	83 660 732	15 250 619	1 924 879	7.9
道博股份	600136	0	75 087 868	22 503 247	2 923 466	7.7
捷利股份	000996	0	11 570 343	19 573 644	2 930 930	
石油龙昌	600772	800 000	36 422 087	17 302 391	2 600 371	6.7
广西斯壮	000716	20 000	116 218 003	31 664 289	5 502 611	5.8
金健米业	600127	6 842 171	206 054 480	70 750 094	12 950 223	5.5
*ST 星源	000005	3 600	664 274 964	11 549 047	2 166 930	5.3
天香集团	600225	14 508 930	217 077 058	62 497 648	12 025 241	5.2
悦达投资	600805	540 000	1 780 611 158	171 347 191	3 448 296	5.0
物贸中心	600822	1 494 270	80 168 594	12 090 208	2 588 704	4.7
ST 珠江	000505	0	181 321 968	7 605 302	16 291 874	4.7

上述公司 2003 年以来大部分市场表现弱于大盘，大多数在大牛市的行情中均未创出历史新高，其主要原因还是主营发展缺乏竞争力，而外财的来源又具有很大的不确定性，不为主流机构看好。

但是，也有一些公司在市场竞争中已隐约露出了多元化投资龙头的风范。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这类公司不仅仅是从多元化投资中获得了大量利益，而且其多元化投资业务越来越显出大家风范。可以说，这样的企业和其背后的企业家应该成为价值挖掘的对象，在下面看投资一节中将有详细介绍。

8. 第八招：看负债

企业的负债并不是单纯指企业欠银行的贷款，也包括企业欠其他企业，如供应商、服务商的货款（应付账款）或者是企业因为提前收取了其他企业的货款（预收账款），而在将来必须用产品或者劳务来偿还。所以，负债并不是通常意义上的欠债还“钱”，也可以欠债还“物”。

负债在很多人认为是一个“不好”的事情。我们国家在曾经过去的一段时间也强调中国一无外债二无内债。但作为企业发展，保持与自身经营规模及偿付能力相适应的负债规模，被称之为“财务杠杆”。所谓“杠杆”的意思是撬动100公斤的物品，不一定非要100公斤的力，只要找到一个支点，可以用较小的力量撬动较大的负荷，对应在企业经营中的含义就是只要企业能够到期按时偿付，则不需要全部由自己投入，可以用别人的钱来实现自己的目标。相比于小农经济时代，现代经济之所以如此发达，货币市场和资本市场都是财务杠杆效应的直接体现，也促成了今天高度发达的银行业、证券业。

因此，现代企业管理认为“负债”并非一件坏事，而主要考察的是企业负债要有合适的“度”，偏离了这个“度”，过高的负债率可能导致企业财务负担加重、偿付能力下降、资金链断裂、企业信用危机等一系列严重后果。因此，西方管理学中，对“破产”的定义就是不能偿还到期债务。而国内上市公司很多脱胎于传统的国有企业，如果遇到不能清偿到期债务，一般也不会立即破产或被接管，“破产”还未能真正实现市场“破产”的含义。

过高的负债率会导致企业的信用危机，负债率过低也并非意味对企业发展是件好事。因为过低的负债率往往意味企业经营比较保守，或者不愿利用财务杠杆加快发展，或者是没有融资的渠道和能力。下面的案例可以帮助我们加深

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对“负债”的理解和“负债”在分析公司基本面中的应用。

过度负债型公司

一般衡量公司负债水平的常用指标是资产负债率(总负债/总资产)。2006年沪深两市A股平均的总资产负债率为66%。这是一个比较中等的负债水平。这种负债率表明，上市公司平均每1元的净资产负债2元，即1∶2的融资比率。资产负债率由于是将总资产作为分母，因此50%的总资产负债与66%的总资产负债率表面上差别只有十几个百分点，实际上企业的负债水平差别是很大的，如果换算到净资产负债率(总负债/净资产)，前者是100%，而后者是200%，后者的净资产负债水平是前者的一倍。

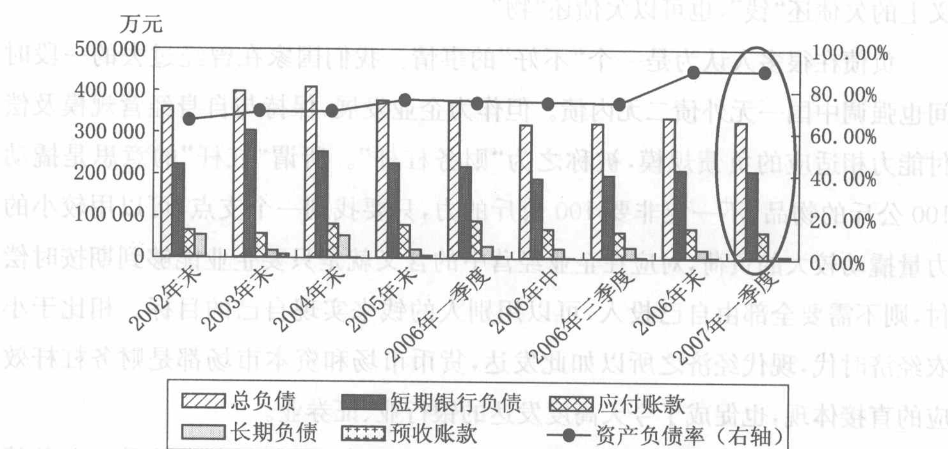


图4.66 大唐电信(600198)2002年至2007年一季度资产负债状况

从大唐电信的负债状况可以看到(见图4.66)，2006年末以前大唐的资产负债率维持在75%左右，就是说净资产负债率是500%，公司的净资产融资水平是1∶5，而2006年末随公司净资产的大幅减值计提缩水(原因在“看家底”一节中已经分析)，大唐电信的资产负债率上升到90%，如果折算为净资产负债率为900%，即1∶9的融资水平，这样的财务杠杆，相信任何一家有完善风控机制的商业银行都难以通过对其新增融资要求的申请。出于战略考虑，2007年最终由政策性的国家开发银行对大唐集团进行授信贷款支持，而并非对上市公司大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

唐电信进行授信。国开行的贷款是指定用于TD-SCDMA网络建设的长期融资支持，几乎等同于“带帽下达”的封闭贷款，主要受益是集团下的大唐移动，大唐电信受益有限。因此，2007年6月21日大唐集团与国开行签订300亿元授信前，大唐电信的连续涨停显然是先知先觉的资金所为，但6月21日消息公布后股价即从涨停到跌停，之后更是连续跌停，因为市场已分析到国开行授信的实质性影响是对集团，而不是对上市公司（见图4.67）。可见所谓消息，很多人不加分析一律跟风，殊不知已是中了某些精心策划的圈套。

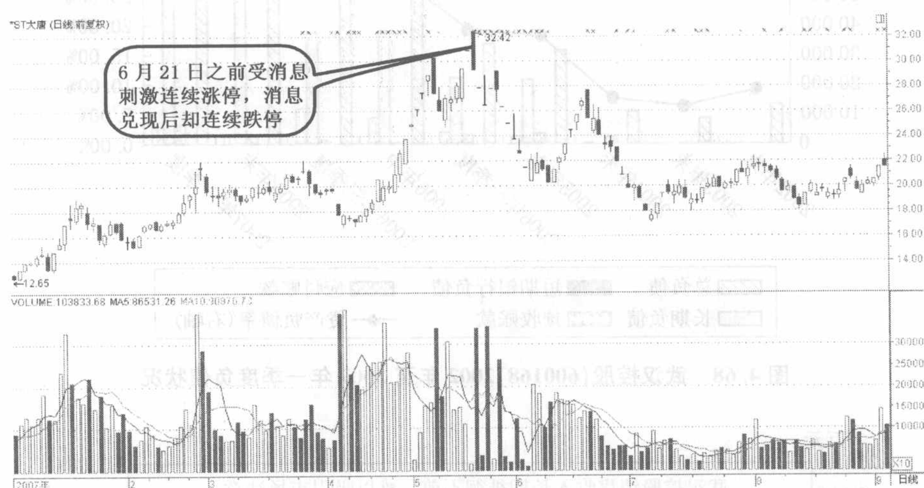


图4.67 大唐电信(600198)2007年1月到2007年9月日K线

大唐电信的巨额负债还直接导致了公司每年财务费用居高不下。从数据上看大唐电信每年的财务费用都超过1.3亿元，如果折算为每股收益相当于0.29元。

保守型公司

负债不是越高越好，也并非越低越好。负债要和公司的发展水平相适应，低负债高成长的公司是受市场欢迎的对象。在“成长”作为价值发掘主线的市场环境中，过度保守的财务政策意味公司发展缓慢，这样的公司也难以受到市场主流资金的关注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

武汉控股是两地市场上少见的没有短期银行负债的公司(见图 4.68)，在 2004 年前其资产负债率接近于 0，2005 年后虽有所上升，但主要是长期负债，且负债率低至 30%，也就是说其净资产负债率只有 40%左右，每元净资产负债 0.4 元，在水务行业主要依靠购并资产进行外延式扩张的时期，公司过于保守的策略显然不能吸引市场的兴趣(见图 4.69)。

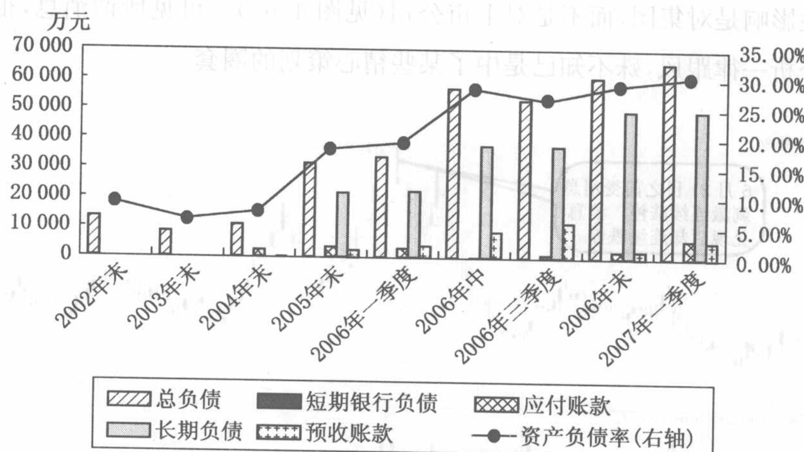


图 4.68 武汉控股(600168)2002 年至 2007 年一季度负债状况

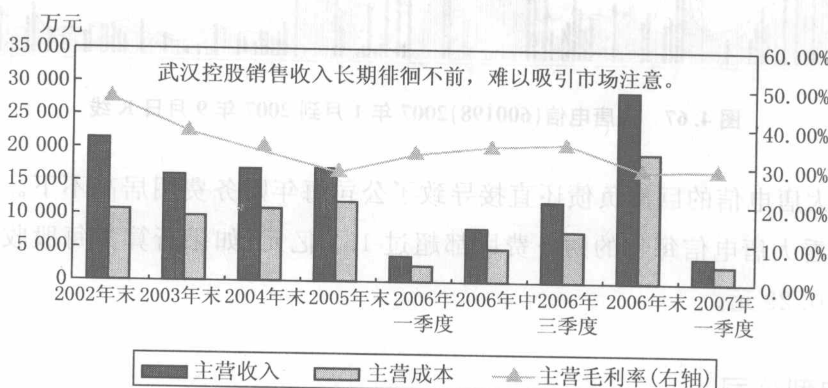


图 4.69 武汉控股(600168)主营收入及成本

精明型公司——借鸡生蛋

精明的企业家善于借助他人的资本发展自己，而且不需要付出额外的利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

息。有一句话说有本事的商人是"空手套白狼"，企业发展到高层次阶段也可以实现"空手套白狼"。

2004年初，在研究格力电器时，我发现这是一家非同寻常的公司，表面上看公司资产负债率很高，超过80%，但仔细分析后发现，其实公司的有息债务率(即必须支付利息的债务)很低(见图4.70)。2004年一季度之前公司几乎不从银行贷款，高居不下的负债率主要是由于占用供应商的资金(应付账款)和占用下游销售渠道的资金(预收款)，也就是说公司的经营策略是"吃了上游吃下游"，而省下的是大量的财务费用。图4.71表明公司2004年一季度前财务费用均为负值，表明

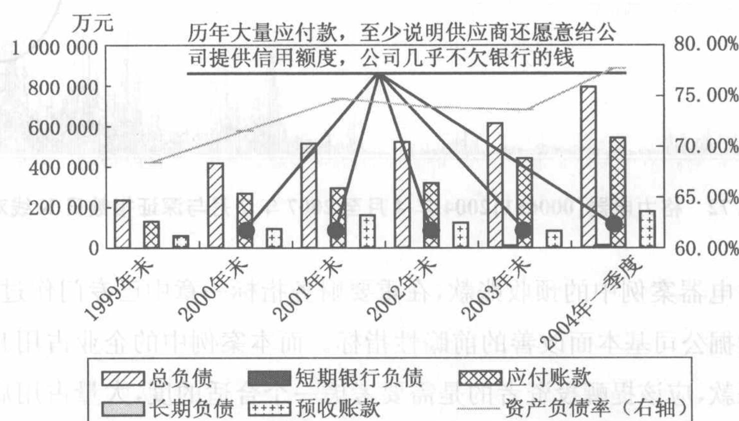


图4.70 格力电器(000561)1999年至2004年一季度负债状况

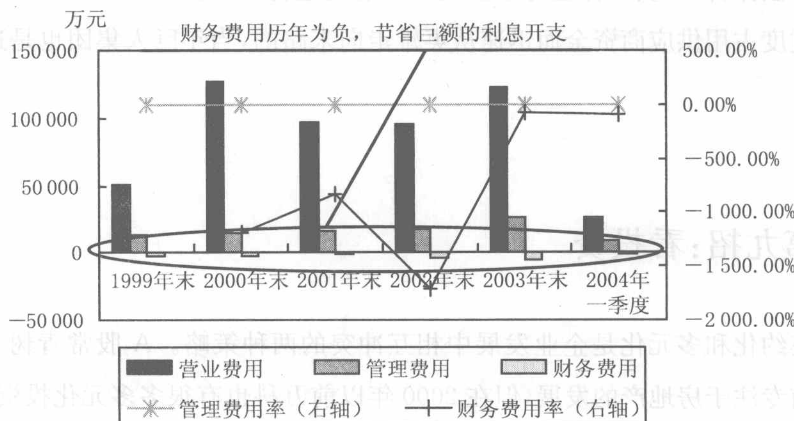


图4.71 格力电器(000651)1999年至2004年一季度利润构成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司不但不需要支付负债利息，而且还可以从存款中获得利息收入。

2004 年一季度以后，在熊市中公司的股价表现出强于市场的抗跌性，而一旦牛市到来时，更是有大幅超越市场的表现(见图 4.72)。

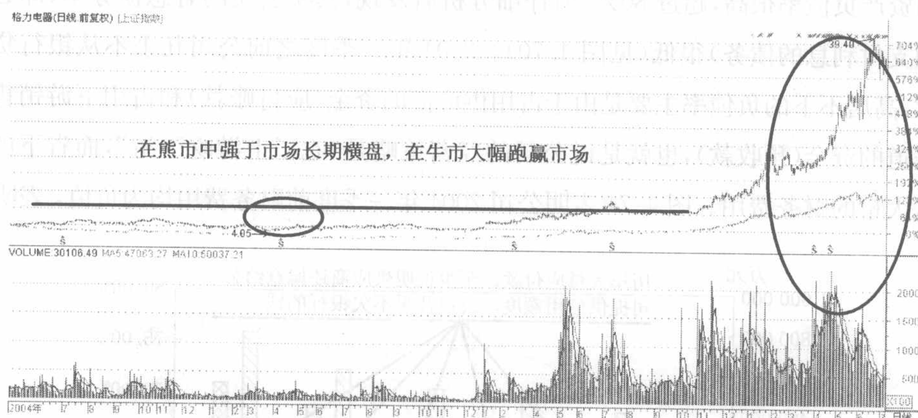


图 4.72 格力电器(000651)2004 年 4 月至 2007 年 7 月与深证指数日 K 线对比

格力电器案例中的预收账款，在重要财务指标一章中已专门作过论述，这是一个发掘公司基本面改善的前瞻性指标。而本案例中的企业占用其他企业的应付账款，应该提醒投资者的是需要考虑一个合适的度，大量占用后如果出现产品滞销，货款周转或回笼不及时就会影响和供应商的信用关系，如果供应商采取法律诉讼、资产保全等手段则有可能迅速将公司置于死地。郑百文正是由于过度占用供应商资金而迅速从英雄走向末路的，当年巨人集团也是这样倒下的。

9. 第九招：看投资

集约化和多元化是企业发展中相互冲突的两种策略。A 股常青树——万科目前专注于房地产的发展，但在 2000 年以前万科也有很多多元化投资，王石在进行了战略咨询后决定集中力量发展房地产主业，其他非主业投资被逐渐剥

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

离，最终万科在房地产领域成为当之无愧的地产龙头。国际上微软也是专注于在计算机软件领域的集约化发展。但与之同时，美国市值最高的通用电气却是一个多元化庞大的托拉斯，从事飞机发动机、医疗设备到金融保险等毫无关系的众多领域业务，并且都取得了很大的成功。香港和记黄埔也是从事房地产、码头、电信、医药等多个行业的投资，也是多元化发展的典范。集约化有集约化的好处，集约化可以集中企业资源在某一领域做大做强；多元化也有多元化的好处，多元化可以突破单一领域的发展局限，克服单一领域的周期性波动。如果把集约化比成泰山的"一峰独占千峰秀"，那么多元化却好比黄山的"千峰万岭总不同"。集约化和多元化的短处就如它们各自的长处一样明显，孰优孰劣难以一概而论，关键要看企业所掌控的资源。我们这里着重讨论的不是企业发展战略问题，而是关注如何从企业的投资性资产，来分析投资行为给企业价值评估带来的溢价和折价。

新会计准则实施后，从制度上为企业理财奠定了基础。旧会计准则对企业的证券投资称之为短期投资，并且收益只能在出售证券后实现，按谨慎性原则，上市公司的证券投资在跌至成本之下时要计减值准备，而上涨超出成本的部分只能算是浮动盈利不能进入当期收益。新会计准则引入金融资产和投资性房地产两类可以以公允价值计量的理财科目，分析企业的理财业务比旧会计准则更有根据，但同时也带来更多不确定因素，如在分析企业的理财收益时必须考虑成本，如股权及房地产的购入成本，以及这些资产的未来价格趋势。

一项好的投资，能为企业经营带来锦上添花的效果，也能显示出企业家非凡的远见和财技，甚至能为企业的经营带来一片新天地。但无目的的乱投资、拍脑袋投资、人情投资也会给企业带来灾难。下面来看雅戈尔（见图 4.73）。

雅戈尔号称新会计准则第一股，其一季度体现在报表上的 11 亿元投资收益，只是其庞大金融财富冰山一角，其 1.7 元持有的 1.8 亿股中信证券按公允价值计算，已为公司带来超百亿元的财富。

从中信证券开始，对宜科科技、广博股份、宁波商业银行、中基外贸等企业的股权投资也为公司带来了巨大的潜在收益，在成功进行了这些企业的股权投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

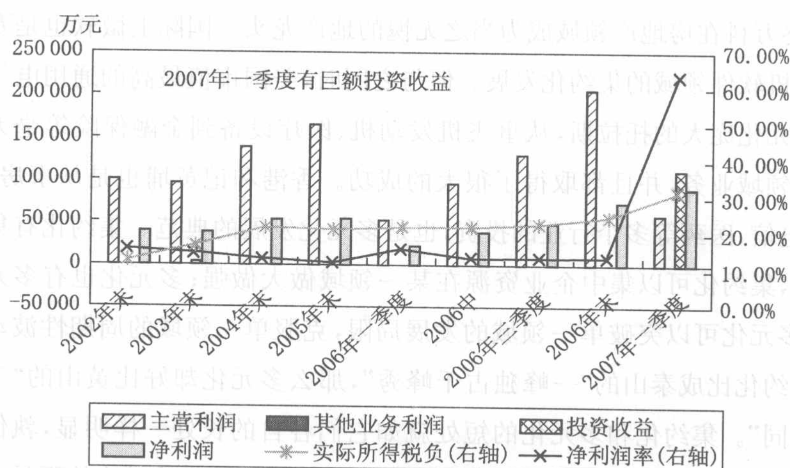


图 4.73 雅戈尔(600177)2002 年至 2007 年一季度利润构成

资之后，公司成立了专门从事拟上市公司投资和已上市公司定向增发股份为对象的两个专业公司。股权投资已成为雅戈尔常态化业务。其中，宁波雅戈尔创业投资有限公司主要从事创业投资业务。主要考虑一些有上市计划的公司，对于还没有上市计划的公司，公司在有合理回报的前提下也会考虑投资，尤其中意一些小行业里的龙头公司。上海雅戈尔投资有限公司，主要从事通过定向增发等资本运作方式投资成长性好的公司。

雅戈尔的总裁即实际控制人李如成在企业投资和资本投资领域显示出了非凡的理财艺术。

雅戈尔是否能发展成中国内地的和记黄埔？下面的因素让人看到了这种发展苗头：

- 实业＋地产＋多元化投资；
- 在各个子行业都逐渐形成行业领导者；
- 家族化＋公司化管理模式；
- 综合实力位列全国大企业集团 500 强第 144 位；
- 全球化视野：李如成现在每年都往美国和日本跑，雅戈尔可能会在多元化经营上走得更远。李如成在寻找收购的机会，通过收购整合海外资源是迅速全球化的手段。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买企业很大程度就是买企业家。像李如成这样的企业家值得长期盯住。关于雅戈尔和李如成的详细分析参见第二章相关的分析报告。

看投资除了看企业的金融资产和房地产投资，还要看企业的长期投资。在考察企业的长期投资时要注意企业的长期投资与企业主营的关联性，如果说金融资产的投资和房地产的投资注重考察企业经营者的理财技能的话，那么长期投资更注重考察企业家的经营能力。

在看外财一节，谈到过爱建股份。从爱建股份的长期投资构成中可以看出公司的长期投资缺乏明确的方向，大多属于盲目投资或人情投资，资金被当成芝麻盐撒向毫无关联的十多个行业和数十个地区，不能形成集约优势，最终不但不能加强抗风险的能力，反而成了风险的来源。这样的长期投资在评估企业价值时应作为折价因素进行估值。

与爱建股份不同，华侨城的主业是文化旅游开发，但却围绕游乐城的建设，做足了房地产开发的文章，其大量的长期股权投资均属于围绕景点提升土地增值型房地产开发的参股投资，创造出公园型地产的独特开发模式(见图 4.74)。

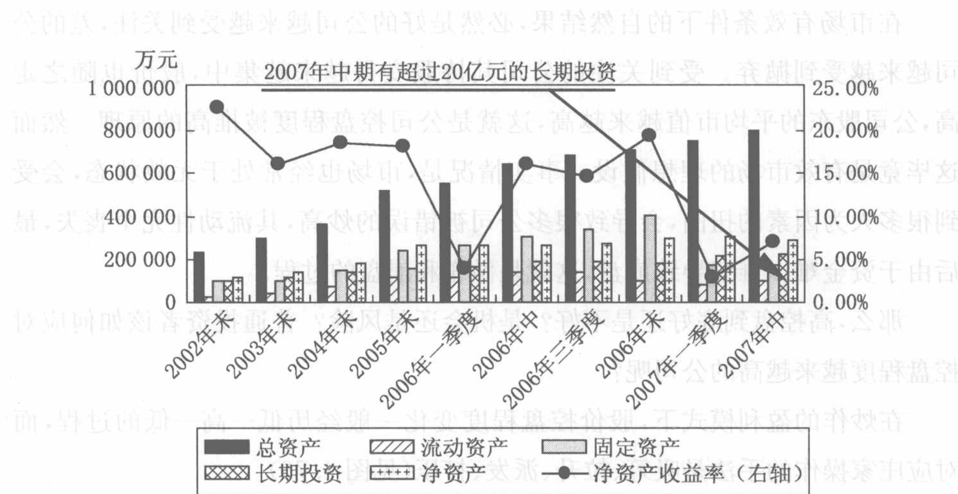


图 4.74 华侨城(000069)2002 年至 2007 年中期资产状况

可以看出，华侨城的长期投资，每年都为公司贡献稳定而丰厚的回报，这样的长期投资在对公司进行估值时应予以适当溢价(见图 4.75)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

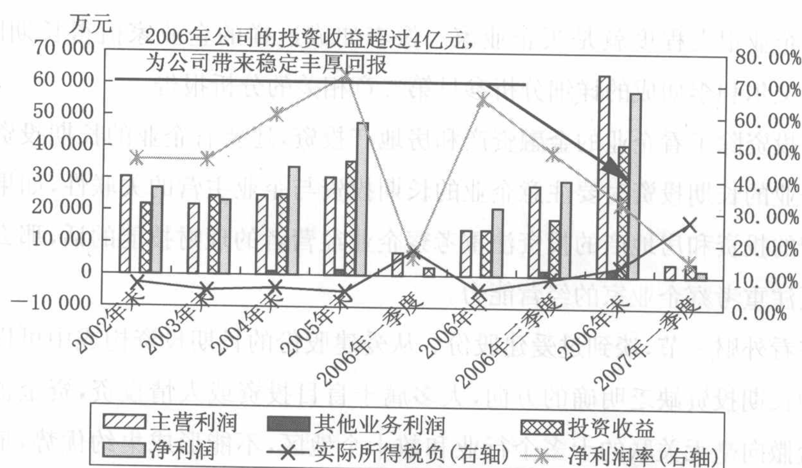


图 4.75 华侨城(000069)2002 年至 2007 年一季度利润构成

10. 第十招:看控盘

在市场有效条件下的自然结果，必然是好的公司越来越受到关注，差的公司越来越受到抛弃。受到关注的公司其持股变得越来越集中，股价也随之走高，公司股东的平均市值越来越高，这就是公司控盘程度被推高的原理。然而这毕竟是有效市场的理想假设。事实情况是，市场也经常处于无效状态，会受到很多人为因素的扭曲，会导致很多公司被错误的炒高，其流动性完全丧失，最后由于资金难以维续导致崩盘，这就是做庄和崩盘的过程。

那么，高控盘到底好还是不好？是机会还是风险？普通投资者该如何应对控盘程度越来越高的公司呢？

在炒作的盈利模式下，股价控盘程度变化一般经历低—高—低的过程，而对应庄家操作的手法是吸筹、拉升、派发、打压(见图 4.76)。

与炒作模式不同，在投资模式中控盘度和股价的变化是随着公司投资价值的变化而变化，脱离基本面的背离可能存在，但不能持续(见图 4.77)。

随着价值投资理念的深入，做庄尤其是恶意炒作已经逐渐退出了历史舞台；相反，由于价值的提升，吸引越来越多的机构投资者进入，散户投资者被挤

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

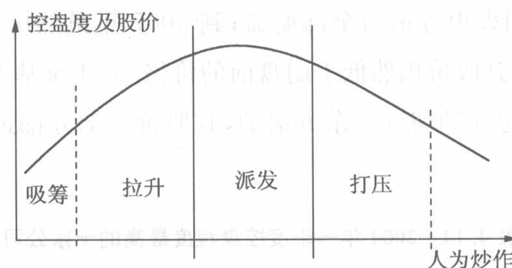


图 4.76 炒作模式下的控盘变化

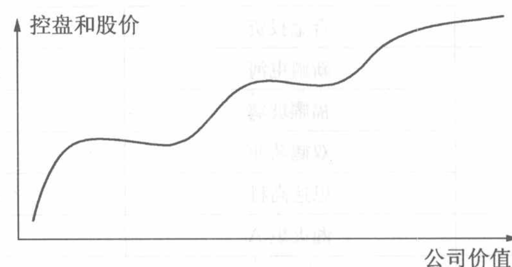


图 4.77 投资模式下的控盘变化

出而产生的高控盘取代了原来由资金推动型的高控盘。当年沪深两地首支百元股亿安科技的庄家曾经颇为得意地说过：亿安科技的贡献就是打开了股价上涨的空间。试想今天谁还会去做，谁又能够做这样打开空间的“英雄”呢？

有人问，股票拉上去不派给散户，机构怎么获利？这个问题在做庄模式下是非常普遍的。在目前的市场中，这种追求高抛低吸的炒作手法仍然普遍存在，但另一方面，随着价值发掘的深入，不同机构分工越来越清晰，有的是长于初步发掘，一旦获利立即兑现；有的是深度挖掘，会推动股票的持续上涨；而有的是分红持有型，不追求高收益，追求稳定。不同机构的壮大共同将价值发掘推向深入。当然，在散户不理智追捧的情况下，机构在顶部部分派发也是正常的。但一般而言，好公司不会由于机构的派发而大幅下跌，早晚机构自己还是要逢低买入，只是增加了股票调整的时间而已。

2004 年一季度，我曾经对市场中的高控盘股票进行了统计分析，对于高控盘公司及其基本面的状况进行了对比。其中，10 家控盘度最高的公司中，6 家基本面差，是由资金堆积起来的公司，如中房、合金投资、新疆屯河、双鹤

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

药业、思达高科、湘火炬等最后全部崩盘；到 2007 年虽然历经大牛市，但没有实质性重组的公司其股价仍然低于崩盘前的价格，而 4 家基本面好的公司——福耀玻璃、海螺水泥、广汇股份、东方锅炉，其股价大部分都远远高于当时的股价（见表 4.14）。

表 4.14　2004 年一季度控盘程度最高的十家公司

代　码	股票名称	
600890	中房股份	基本面差
000633	合金投资	基本面差
600737	新疆屯河	基本面差
600660	福耀玻璃	基本面好
600062	双鹤药业	基本面差
000676	思达高科	基本面差
000549	湘火炬 A	基本面差
600585	海螺水泥	基本面好
600256	广汇股份	基本面好
600786	ST 东锅	基本面好

时间证明一切。考验公司价值需要时间。经历时间考验，价值才能让人洗去浮躁，回归平静。一家有价值的公司短期内下跌 20%可能让人很痛苦，但如果放眼未来三至四年，这家公司能够为你带来数倍的收益，那现在的 20%又算得了什么呢？初入市场的投资者是很难做到这样理性的；整日忙进忙出、依靠图形的投机者也体会不到这种乐趣。所以华尔街有句话：只有完整经历过牛市和熊市的人才能真正成熟。

考察公司的控盘度直观的可以从上市公司股东人数上去看。如果股东人数越来越少，表明公司的控盘程度在上升，此外从基金持股的家数、持流通股比例也可判断机构和阳光资金参与的程度。

公司的股东人数可以看出在持续减少，已从 2005 年的 2 万人下降到 2007 年一季度的 5 000 人左右，说明随着股价的上升机构在进入，散户在退出。另外查询并汇总基金持股数据表明，2006 年末有 28 家基金持有该公司，2007 年中期有 37 家基金持有该公司，很明显这是一家阳光资金在不断增仓

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的股票(见图 4.78)。

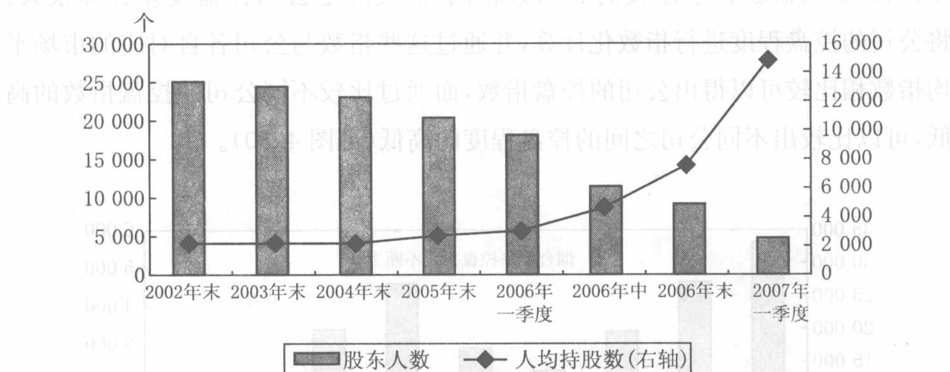


图 4.78 国药股份(600511)2002 年至 2007 年一季度控盘状况

在阳光资金的推动下,该公司在 2007 年上半年行情中明显强于大盘,在 5.30 大跌中走出明显不同市场的强势行情(见图 4.79)。

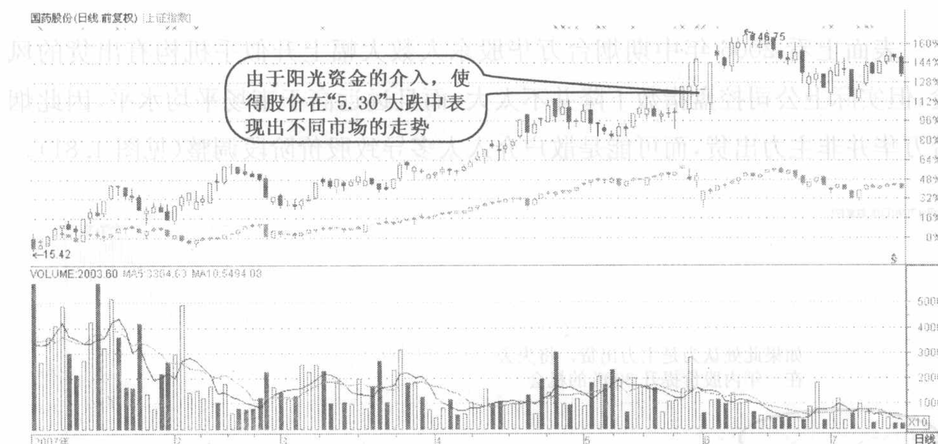


图 4.79 国药股份(600511)2007 年 1 月 4 日至 7 月 17 日与上证指数日 K 线对比

据统计,2007 年一季度股东人数环比下降 30%以上的公司共有 77 家,如果剔除 2006 年末基金合并持股在 10%以下的公司,余 16 家(见附六)。其中在 2006 年末持有公司的基金数量及持股比例也列于表中,供分析阳光资金的动向参照。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股东人数虽然可以作为控盘度变化的参考，但不同公司的数据难以进行相互比较，如大盘股和小盘股的股东数相同，而实际上公司控盘度差异却很大。将公司的控盘程度进行指数化计算，并通过这些指数与公司各自对应的市场平均指数相比较可以得出公司的控盘指数，而通过比较不同公司的控盘指数的高低，可以比较出不同公司之间的控盘程度的高低(见图 4.80)。

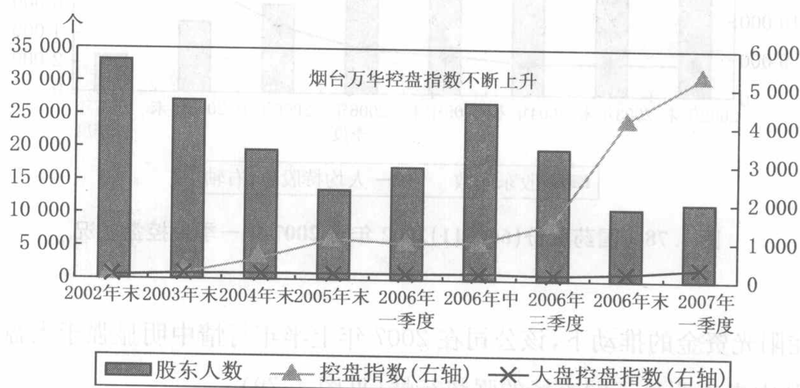


图 4.80 烟台万华(600309)2002 年至 2007 年一季度控盘状况

表面上看 2006 年中期烟台万华股东人数大幅上升似乎机构有出货的风险，但实际上公司控盘指数下降并不太大，而且远远高于市场平均水平，因此烟台万华并非主力出货，而可能是散户介入太多导致股价阶段调整(见图 4.81)。

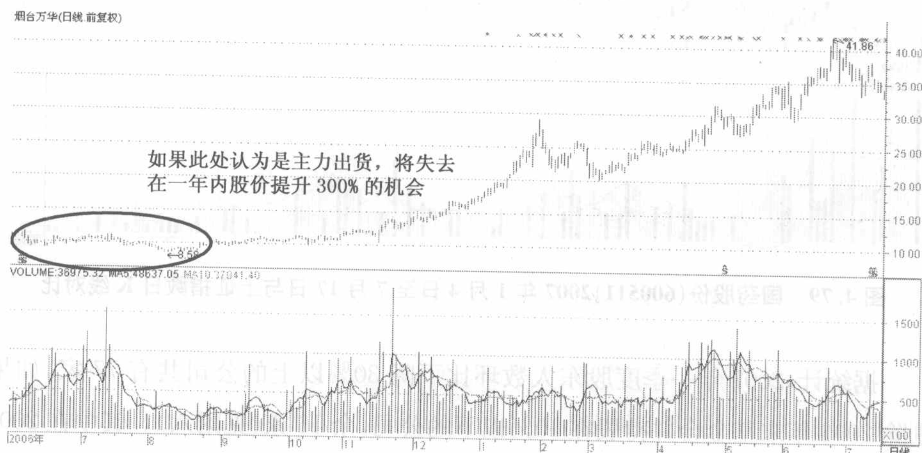


图 4.81 烟台万华(600309)2006 年 5 月至 2007 年 7 月日 K 线

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2007 年 7 月统计表明，两地市场共有 367 家公司的控盘水平高于市场平均水平，也可以说这些公司是有机构眷顾的公司，但并不是说所有有主力关注的公司未来都可能大幅上涨，只是说高控盘的公司，为我们深度挖掘公司价值提供了机会。如果这些公司基本面好，未来又能保持持续高成长，那就很可能会获得超额收益。2007 年 7 月市场控盘度最高的 20 家公司见附七。

不同控盘度的股票往往体现了市场对其不同的态度和操作手法，高控盘的公司如果基本面好，往往是资金加仓的对象。随着市场基金的扩募和长期资金的介入，这类公司的行情可能是经过一个又一个的价格平台后持续上升，适合的方法是逢低买入并持有，而对于中等控盘度的公司一般的走势是与大盘相同，比较适合波段操作，在深入挖掘基本面的基础上，如果发现公司基本面大幅改善，而公司的控盘度开始提升，可能预示公司股价上升最快的阶段来临(见图 4.82)。

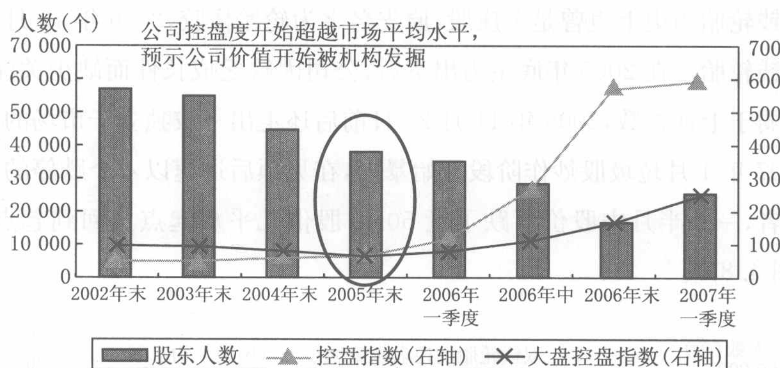


图 4.82 武汉中百(000759)2002 年至 2007 年一季度控盘状况

在 2005 年末以后，武汉中百的股价开始大幅上涨，公司价值被机构发掘，股票走出了长期强于市场的行情(见图 4.83)。

近年来市场越来越体现出有效性，基本面差、缺乏内在价值的公司逐渐被市场抛弃，被边缘化而沦为无人关注的公司。这类公司的特点一般是控盘度很低，市场涨了它还不涨，在行情末期借助散户盲目跟风会暴炒一把，但这种暴炒行情就像一根针一样，很快上去又很快下来，被称之为“针式行情”。这种行情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

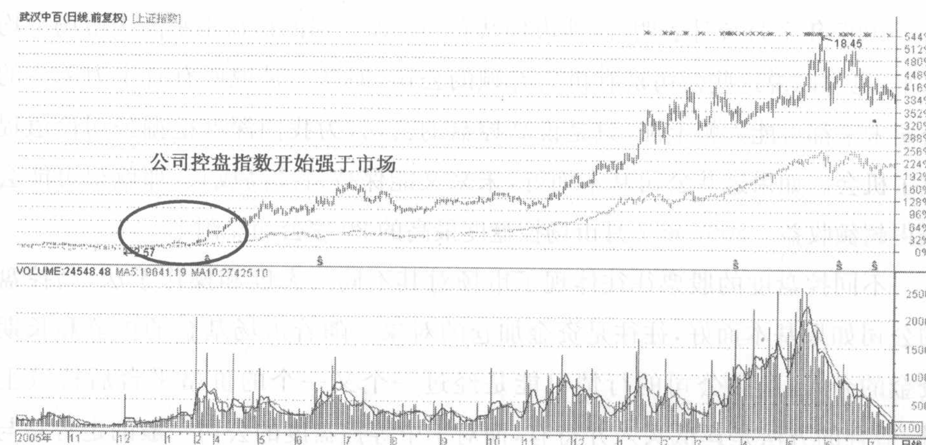


图 4.83 武汉中百(000759)2005 年 9 月至 2007 年 7 月与上证指数日 K 线对比

往往对普通投资者而言是极具杀伤力的，很多高位套牢的投资者都是在最后一波垃圾股行情中被连续的跌停套牢不能自拔。

双钱轮胎历史上也曾是个庄股，原先名字为轮胎橡胶，2006 年 10 月 9 日更名为双钱轮胎。在 2005 年底主力出货后，公司因缺乏成长性而缺少关注，走势上长期弱于上证指数，2006 年 11 月 20 日前后还走出一波独立于市场的下跌行情。2007 年 1 月垃圾股炒作阶段开始暴涨，在见顶后迅速以 4 个跌停的方式套牢投资者，一个半月中股价下跌了近 50%，股价几乎从起点又回到起点(见图 4.84、图 4.85)。

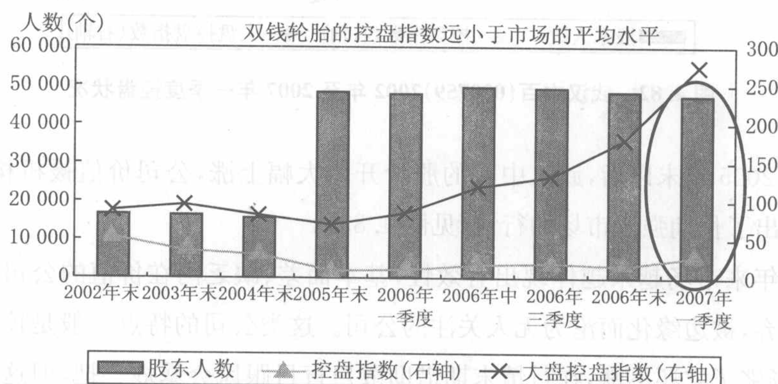


图 4.84 双钱轮胎(600623)2002 年至 2007 年一季度控盘状况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

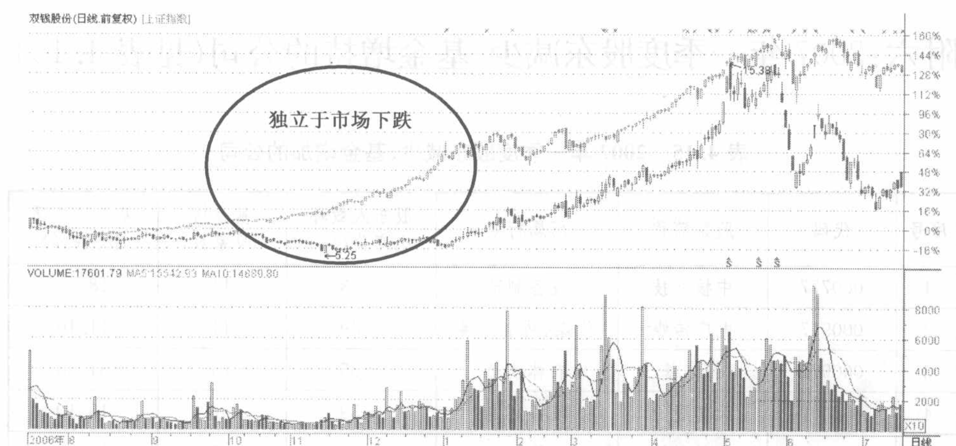


图 4.85 双钱轮胎(600623)2006 年 7 月至 2007 年 7 月与上证指数日 K 线对比

总结控盘度可以得出结论：市场追逐优质公司的必然结果是挤出垃圾股，但在过程中仍然不能排除阶段性的炒作行情，对这种行情尤其要保持冷静，一定要抓住公司的基本面和价值(结合市场人气变化进行阶段操作)，才能立于不败之地。对于高控盘的公司，由于存在信息不对称的问题，在考虑与主力共舞时一定要考虑：公司基本面会逐渐变化，阳光资金几乎没有人去做所谓"护盘"的工作，一旦公司被机构抛弃，杀伤力非常大，所以对控盘度特别高的公司，也要时时保留一份清醒和警惕，对公司基本面要更加深入发掘，才能做到进退自如。

最后强调，十招方法是对公司基本面进行深度挖掘的系列方法，并不涉及投资的时机问题。全球职业投资者追求的都是择股与择时，我本人推崇"股、市、盘"的整体投资理念，即在股票价值深度挖掘的基础上，遵循市场涨跌节奏进行择时操作。"盘"是指对盘面数据的统计分析，这类统计不同于 K 线分析，是为发掘价值提供市场方面的线索。择时和操作问题希望今后本书有机会再版时再详细讨论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附六：2007 年一季度股东减少、基金增持的公司（见表 4.15）

表 4.15 2007 年一季度股东减少、基金增加的公司

序号	代码	股票简称	所属行业	股东人数环比变化(%)	基金持股家数	基金持流通股比(%)
1	000777	中核科技	设备制造	—33	11	18
2	000917	电广传媒	传媒、网络传播	—39	14	11.10
3	000972	新中基	农林牧渔	—35	15	31.50
4	002009	天奇股份	设备制造	—39	7	15.10
5	002036	宜科科技	纺织	—31	5	18.10
6	002052	同洲电子	家电	—46	18	23.40
7	002061	江山化工	化工产品	—38	10	11.50
8	600089	特变电工	电力设备制造	—36	28	28.70
9	600416	湘电股份	电力设备制造	—38	6	11.10
10	600439	瑞贝卡	其他制造业	—34	14	29
11	600511	国药股份	医药批发零售	—49	26	39.30
12	600616	第一食品	百货	—36	28	22.60
13	600693	东百集团	百货	—41	16	34.10
14	600697	欧亚集团	百货	—43	16	39.30
15	600750	江中药业	中药及保健品	—30	11	19.70
16	600828	*ST 成商	百货	—32	15	22.10

附七：2007 年 7 月控盘度最高的 20 家公司（见表 4.16）

表 4.16 2007 年 7 月控盘度最高的 20 家公司

序号	股票代码	股票简称	所属行业	控盘度
1	600298	安琪酵母	食品及食品加工	25.11
2	600150	沪东重机	工程机械	21.23
3	600585	海螺水泥	水泥建材	17.97

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

序号	股票代码	股票简称	所属行业	控盘度
4	600519	贵州茅台	酒类	16.62
5	600309	烟台万华	化工产品	16.15
6	600880	博瑞传播	传媒、网络传播	13.74
7	002093	国脉科技	通讯设备	13.61
8	000895	双汇发展	食品及食品加工	13.34
9	002028	思源电气	电力设备制造	12.49
10	002007	华兰生物	生物制药	11.37
11	600583	海油工程	工程建筑	10.27
12	600582	天地科技	设备制造	9.64
13	600970	中材国际	其他制造业	8.99
14	000623	吉林敖东	中药及保健品	8.91
15	600660	福耀玻璃	玻璃	8.87
16	600596	新安股份	农药	8.75
17	600739	辽宁成大	外贸	8.26
18	600276	恒瑞医药	化学及原料药	8.03
19	600694	大商股份	百货	7.81
20	002029	七匹狼	服装	7.3

统计日期：2007年7月17日。
注：控盘度是个股控盘程度与市场平均水平相比的指数值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

五、大师投资之道

读史让人明智，作为一个普通的投资人每天沉浸在市场为10%的涨跌激动不安或是心烦意乱时，最好的解脱是寻求投资大师的睿智。阅读大师著作，除了能够感受大师智慧，还能够把几十年的光阴迅速浓缩，让人归于平静。在大师的著作中，十几年、几十年的经历变成了薄薄的书页，带给我们的是"风险长宜放眼量"的冷静和恬淡。如果知道一支股票未来上涨10倍而现在可能会下跌20%，试想谁还会抛出这家公司股票呢？

这里先简要介绍一下全球最负盛名的四位投资大师和他们的投资思想。通过大师投资思想在中国市场的实证，我们将发现价值投资在美国适用，在中国也同样适用。

1. 格雷厄姆(Benjamin Graham)

本杰明·格雷厄姆是华尔街公认的证券分析之父。1894年生于伦敦，1895年举家迁居纽约，9岁时父亲过世，幼年生活困苦。1914年毕业于哥伦比亚大学，进入证券经纪商纽伯格公司(Newbuger Henderson & Loeb)担任统计分析的工作。1923年离职后，创立第一个私人基金——葛兰赫公司，初试啼声操作绩效即非常优异。1925年因合伙人意见不合而清算解散，1926年和友人合资设立格雷厄姆联合投资账户(joint account)，至1929年初资金规模由45万美元成长至250万美元，一夜之间，格雷厄姆之名成为华尔街的宠儿，多家上市公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司的所有人皆希望格雷厄姆为他们负责合伙基金，但皆因格雷厄姆认为股市已过度飙涨而婉拒。1929 年，格雷厄姆回到母校开课，教导证券分析的方法。1934 年和陶德(David L. Dodd)合著《证券分析》(*Security Analysis*)一书，成为证券分析的开山始祖。在格雷厄姆之前，证券分析不能被视为一门学问，此书至今仍未绝版，且是大学证券分析的标准教科书之一。当代著名的基金经理人如华伦·巴菲特(Warren Buffett)、约翰·奈夫(John Neff)、汤姆·芮普(Tom Knapp)等皆是格雷厄姆的学生。目前华尔街只要是标榜价值投资法的基金经理人，也都是格雷厄姆的徒子徒孙。格雷厄姆于 1960 年解散了经营 20 年的格雷厄姆-纽曼公司(Graham-Newman)并退休，1976 年去世，另著有《智慧投资人》(*The Intelligent Investor*：*A Book of Practical Counsel*)一书。

格雷厄姆价值投资原则：

(1) 防御型投资者应平均买进道琼工业指数的 30 支股票，否则应按照以下原则来选股；

(2) 选择年销售额逾 1 亿美元的公司，或年销售额逾 5 000 万美元的公用事业股；

(3) 流动比率应为 200%以上，且长期负债不超过净流动资产；

(4) 选择过去十年，每年皆有盈余的公司；

(5) 选择连续二十年都支付股利的公司；

(6) 利用三年平均值，选择过去十年每股盈余至少成长 1/3 的公司；

(7) 股价÷三年平均每股收益小于 15 倍；

(8) 市净率小于 1.5 倍；

(9) 投资组合中应保持 10—13 种股票。

这是格雷厄姆较完整的投资指针。但格雷厄姆晚年承认，可以完全满足全部条件的公司越来越少了。

这是由于格雷厄姆的方法在 20 世纪 40 年代即发展出来，当时的市场效率较差，有机会选出符合上述要求的股票，然而以目前的市场效率可能在某些时期选不出这样的股票。

根据对 A 股市场的验证，仅市盈率小于 15 倍同时市净率小于 1.5 倍这两项

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

条件组合(即简化过的格雷厄姆指针第七及第八项)，在 2007 年中期的市场中没有一家符合这个条件，但是在 2005 年 6 月 30 日熊市的最后阶段有 93 家公司满足这个条件 。从 2005 年 6 月 30 日到 2007 年 8 月 1 日 ，这 93 家公司平均涨幅 518%，上证指数同期涨幅 290%，比上证指数强 79%，涨幅最大的超过 20 倍(见附一)。

格雷厄姆的选股方法今天看来虽然过于苛刻而显得有些过时，但其思想的光辉仍闪耀光芒。他提示我们最好的防御投资是买进道琼斯指数，而今天 A 股市场上证 50 指数、180 指数及深证 100ETF 基金被证实几乎跑赢绝大部分基金，的确是非常优秀的防守型投资。而市场长期熊市跌出来的好公司被事实证明为超级赚钱之星。

附一:格雷厄姆安全策略选股(见表 5.1)

表 5.1 格雷厄姆安全策略选股

序号	股票代码	股票简称	所属行业	累计涨跌幅(%)	市净率(倍)	市盈率(倍)
1	000878	云南铜业	有色金属	1 626.96	1.34	9.8
2	600246	先锋股份	房地产	1 543.18	1.48	6.1
3	000680	山推股份	工程机械	1 476.77	0.89	11.1
4	600675	中华企业	房地产	1 376.65	1.43	6.5
5	600595	G 中孚	有色金属	1 362.56	0.94	11.2
6	000527	美的电器	家电	1 279.57	1.28	7.5
7	000807	云铝股份	有色金属	1 272.43	1.11	13.1
8	600383	金地集团	房地产	1 250	1.11	10.3
9	000024	招商地产	房地产	1 247.11	1.19	9.2
10	600823	世茂股份	房地产	1 222.74	1.5	8
11	600162	香江控股	工程机械	1 101.38	1.16	14.6
12	000709	唐钢股份	钢铁行业	1 065.21	0.91	5.5
13	600750	江中药业	中药及保健品	1 004.45	1.02	13.8
14	600325	G 华发	房地产	987.16	1.33	9.8
15	000825	太钢不锈	钢铁行业	979.58	0.95	4.7
16	000528	桂柳工 A	工程机械	910.49	1.16	6.9

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

序号	股票代码	股票简称	所属行业	累计涨跌幅(%)	市净率(倍)	市盈率(倍)
17	600509	天富热电	热电	822.78	1.45	14.6
18	600755	厦门国贸	外贸	820.36	1.28	10.5
19	600611	大众交通	公交、出租车	782.29	1.33	12.2
20	000042	深长城A	工程建筑	780.70	0.82	5.7
21	000898	鞍钢新轧	钢铁行业	750.33	1.05	4.5
22	000511	银基发展	房地产	740.56	0.86	14.5
23	000422	湖北宜化	化工产品	663.55	1.25	9.9
24	600104	上海汽车	汽车零部件	653.61	1.28	14.8
25	000629	新钢钒	钢铁行业	642.90	0.85	5.4
26	000876	新希望	农林牧渔	616.70	1.25	13.1
27	600615	ST丰华	日用化工产品	614.16	1.36	2.7
28	600896	中海海盛	水运	572.36	1.45	11.2
29	000630	铜都铜业	有色金属	559.15	1.12	7
30	600153	建发股份	外贸	559.08	1.1	11.2
31	000601	韶能股份	火电及水电	536.50	0.78	11.2
32	000739	普洛康裕	化学及原料药	529.83	1.49	12.8
33	000513	丽珠集团	中药及保健品	523.33	1.35	11.4
34	600062	双鹤药业	化学及原料药	492.62	1.3	7.2
35	600282	南钢股份	钢铁行业	490.18	0.92	5
36	600022	济南钢铁	钢铁行业	479.55	1.34	3.4
37	000806	银河科技	电力设备制造	459.01	1.05	14.4
38	600230	沧州大化	化肥	425.82	1.19	10.5
39	600005	武钢股份	钢铁行业	423.34	1.43	4.2
40	600507	G长力	汽车零部件	422.42	1.48	11.2
41	600102	莱钢股份	钢铁行业	405.41	0.91	6.6
42	600569	安阳钢铁	钢铁行业	403.86	0.87	7
43	600075	新疆天业	化工产品	395.31	1.23	11
44	600129	太极集团	中药及保健品	388.40	1.15	12.8
45	600308	华泰股份	纸业	388.31	1.3	9
46	600219	南山实业	水泥建材	387.79	0.87	10
47	600357	承德钒钛	钢铁行业	387.60	1.2	8.4

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

序号	股票代码	股票简称	所属行业	累计涨跌幅(%)	市净率(倍)	市盈率(倍)
48	000778	新兴铸管	金属制品	386.05	1.29	6.5
49	600160	巨化股份	化工产品	385.02	1.18	10.1
50	000761	本钢板材	钢铁行业	346.35	0.92	4.6
51	000815	美利纸业	纸业	344.16	0.92	10.1
52	600785	新华百货	百货	330.31	1.25	10.4
53	600170	上海建工	工程建筑	328.97	1.04	12.5
54	000625	长安汽车	轿车	328.60	1.29	14.8
55	000830	G鲁西	化肥	327.08	1.25	10.6
56	000919	金陵药业	化学及原料药	326.13	1.33	12.8
57	600010	包钢股份	钢铁行业	321.92	0.88	3.4
58	600449	赛马实业	水泥建材	309.69	0.92	13.3
59	600808	马钢股份	钢铁行业	309.09	1.08	4.6
60	000666	经纬纺机	设备制造	309.04	0.73	12.6
61	000400	许继电气	电力设备制造	304.82	0.97	14.4
62	600688	上海石化	石化	296.78	1.34	7.7
63	000822	山东海化	化工产品	281.98	1.3	9.9
64	600370	三房巷	纺织	279.46	1.3	12
65	600006	东风汽车	汽车零部件	277.20	1.23	9.2
66	600400	红豆股份	服装	268.65	0.93	11.4
67	600227	赤天化	化肥	257.51	1.22	4.8
68	600019	G宝钢	钢铁行业	256.19	1.27	6.1
69	000968	煤气化	煤炭	250.92	1.47	8
70	600307	酒钢宏兴	钢铁行业	250.81	0.94	4.4
71	600581	八一钢铁	钢铁行业	249.33	0.92	5.2
72	600302	标准股份	设备制造	244.22	1.44	11.2
73	000930	丰原生化	食品及食品加工	243.11	0.99	11.3
74	600774	汉商集团	百货	241.98	1.18	10.7
75	000717	G韶钢	钢铁行业	222.44	0.88	6.3
76	600189	吉林森工	农林牧渔	221.70	0.98	13
77	600303	曙光股份	汽车零部件	221.26	1.35	9.1
78	600231	凌钢股份	钢铁行业	218.99	1.04	4.4

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(续表)

序号	股票代码	股票简称	所属行业	累计涨跌幅(%)	市净率(倍)	市盈率(倍)
79	000959	首钢股份	钢铁行业	216.74	1.34	8.1
80	000702	正虹科技	农林牧渔	209.90	1.46	10.7
81	000619	海螺型材	水泥建材	203.78	1.5	14
82	600556	北生药业	生物制药	187.54	0.99	10.7
83	000155	川化股份	化肥	186.62	1.25	10.6
84	600398	G 凯诺	服装	183.12	1.17	9.8
85	600966	博汇纸业	纸业	179.50	1.14	14
86	600510	黑牡丹	纺织	173.68	1.5	12.6
87	600180	九发股份	农林牧渔	170.94	1.06	13.1
88	000932	华菱管线	金属制品	160.77	0.97	5.9
89	600126	杭钢股份	钢铁行业	151.24	1	9.3
90	600356	恒丰纸业	纸业	145.54	1.28	10.8
91	600001	邯郸钢铁	钢铁行业	137.86	0.87	4.8
92	000488	晨鸣纸业	纸业	113.07	1.45	11.3
93	600207	安彩高科	电子元器件	68.85	0.86	14.7

注：涨跌统计自 2005 年 6 月 30 日至 2007 年 8 月 1 日，所选公司期间 100%上涨，平均涨跌幅 518.8%，上证指数同期涨跌 289.7%，相对上证指数强 79.1%。

2. 费雪(Kenneth L. Fisher)

肯尼斯·费雪是费雪投资公司(Fisher Investments)的创办人兼总裁，他的父亲菲利普·费雪是美国质地投资(Qualitative Investment)的代表；巴菲特特别指出费雪是他两个主要投资灵感的启发者之一，另一个当然是格雷厄姆，由此可见肯尼斯·费雪的投资家学非常渊源。他在 20 世纪 70 年代发展出市销率(price sales)作为投资的主要核心指标，至今这项指标已成为美国证券分析师考试(CFA exam)的必考项目。自 1984 年起，费雪为福布斯杂志撰写一个投资组合策略专栏。他是福布斯杂志创立 80 年以来，常态性专栏作家中为期第七长的。费雪投资公司目前管理资产达 50 亿美元，主要为退休基金、大学校产及私人基金会等机构管理投资组合，被尼尔森全球最佳资产管理人(Nelson's

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

World's Best Money Managers)评定为全球各种投资风格中，表现最佳的前 20 名机构投资者之一。费雪著有 1984 年股市畅销书《超级强势股》(*Super Stocks*)、《华尔街的华尔兹》(*The Wall Street Waltz*，1987)及《主导市场的一百个心灵》(*100 Minds That Made The Market*，1993)。

费雪认为一支完美的超级强势股应有下列特性：一是利用自有资金创造未来，长期平均成长率约为 15%—20%；二是未来长期平均税后获利率高于 5%；三是市销率为 0.75 或更低。在选股方面，肯尼斯·费雪考虑两项因素：一是市销率；二是市研率(股价/研发费用比，PRR)，且有明确的准则。

(1) 市销率 (PSR)。

- 避开 PSR 超过 1.5 的股票，任何 PSR 大于 3 的公司决不要碰；
- 积极寻找 PSR 低于 0.75 的超级公司；
- 任何超级公司的 PSR 涨到 3—6 之间时，要卖出持股。

(2) 市研率 (PRR)。

- 别买 PRR 高于 15 的公司，PRR 低的超级公司多的是；
- 寻找 PRR 介于 5 至 10 的超级公司，PRR 低于 5 倍的公司不多见。

我们按照费雪的思路，选择净利润过去三年稳健持续增长 15%以上，未来三年复合增长预测在 15%以上，市销率在 0.75 倍以下的公司，19 家公司从 2007 年 1 月 4 日到 6 月 30 日半年中平均上涨 142%，而同期上证指数上涨 40%，比上证指数强 255%，真是不折不扣的超级强势股(见附二)。

附二：费雪超级强势股策略选股(见表 5.2)

表 5.2 费雪超级强势股策略选股 2007 年 1 月 4 日至 6 月 30 日涨跌

序号	代码	简称	所属行业	累计涨跌幅(%)	净利润增长稳健度	净利润三年复合增长率(%)	市销率	三年复合增长预测(%)
1	000527	美的电器	家电	416.46	持续增长	45	0.34	25
2	000829	赣南果业	批发贸易	228.45	持续增长	59	0.34	82

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

序号	代码	简称	所属行业	累计涨跌幅(%)	净利润增长稳健度	净利润三年复合增长率(%)	市销率	三年复合增长预测(%)
3	000878	云南铜业	有色金属	220.58	持续增长	168	0.33	72
4	000651	格力电器	家电	191.07	持续增长	19	0.4	26
5	000630	铜都铜业	有色金属	189.59	持续增长	56	0.33	28
6	000963	华东医药	医药批发零售	178.30	持续增长	20	0.53	37
7	000417	合肥百货	百货	169.72	持续增长	26	0.41	41
8	600755	厦门国贸	外贸	156.86	持续增长	42	0.23	47
9	000822	山东海化	化工产品	140.66	持续增长	23	0.46	39
10	000501	鄂武商A	百货	120.71	持续增长	578	0.67	230
11	000709	唐钢股份	钢铁	118.63	持续增长	25	0.5	28
12	000698	沈阳化工	石化	103.28	持续增长	34	0.56	129
13	600827	友谊股份	百货	87.25	持续增长	15	0.17	24
14	600357	承德钒钛	钢铁	83.68	持续增长	20	0.61	49
15	600612	第一铅笔	其他制造业	81.78	持续增长	50	0.53	90
16	600787	中储股份	运输及仓储	67.71	持续增长	64	0.59	73
17	600060	海信电器	家电	58.20	持续增长	65	0.28	42
18	000759	武汉中百	百货	49.26	持续增长	63	0.62	65
19	000028	一致药业	医药批发零售	36.35	持续增长	106	0.41	93

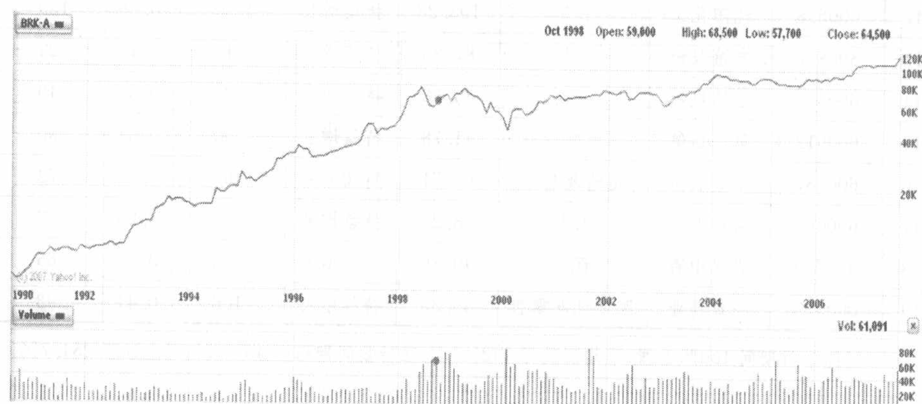
注：所选公司期间100%上涨，平均涨跌幅142%，上证指数同期涨跌40%，相对上证强254.7%

3. 巴菲特(Warren E. Buffett)

华伦·巴菲特是全世界有史以来，靠股票赚钱最多的人。1930年8月30日生于内布拉斯加州(Nebraska)的奥玛哈(Omaha)。年轻时在哥伦比亚大学(Columbia University)研究所受教于本杰明·格雷厄姆，取得经济学硕士学位。1954年加入格雷厄姆-纽曼公司，向格雷厄姆学习投资方法。1956年回到奥玛哈以100美元起家，至1999年8月为止，个人资产总额已达360亿美元以上，成为全美第二富有的人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特最重要的投资是在 1965 年买下传统纺织工厂伯克希尔・哈撒韦(Berkshire Hathaway,纽交所代码 BRKA)。1967 年巴菲特开始利用伯克希尔・哈撒韦的现金进行企业转投资。之后 35 年间,由于巴菲特长期购买企业的方法奏效,使伯克希尔・哈撒韦的净值成长 2 078 倍,而且没有任何一年出现亏损。假如在 1965 年投资 1 万美元在伯克希尔・哈撒韦的股票上,至 1999 年中,市值逾 5 000 万美元,而同时期投资在 S&P500 指数上,则只成长至 50 万美元。至 2007 年 8 月,BRKA 公司的股价已超过 1 万美元一股,总市值达 1 760 亿美元。巴菲特自己拥有伯克希尔・哈撒韦 38%的股权,并且每年在伯克希尔・哈撒韦的股东年报中报告的投资成果及方法,皆被业界当成必读的经典之作(见图 5.1)。



资料来源:www. yahoo. com.

图 5.1 BRKA 公司 1990 年 8 月至 2007 年 8 月股价

巴菲特一生固守理性的投资原则,只投资企业本身而非股票。到 2000 年底,伯克希尔・哈撒韦的主要持股,仍是其长期持有的美国运通(American Express Company 11.4%)、可口可乐(The Coca-Cola Company 8.1%)、吉利(The Gillette Company 9.1%)、华盛顿邮报(The Washington Post Company 18.3%)及威尔法哥(Wells Fargo & Company 3.2%)等公司。他自己声称:我有 15%像费雪,85%像格雷厄姆,这可说明其投资风格。巴菲特目前仍住在故乡奥玛哈 40 年前以 31 500 美元买来的老房子之中,奥玛哈也因为巴菲特,成为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国投资人膜拜的圣地。有些投资人愿意花11万美元以上买进一股伯克希尔的股票(2007年8月15日,BRKA收盘价:113 750美元/股),只是要在每年伯克希尔的股东会中聆听巴菲特的教诲,由此可知巴菲特在美国投资者心目中的地位是多么崇高。

巴菲特的投资方法非常简单,首先不理会股价每日的涨跌,其次不去担心总体经济情势的变化;再者,以买下一家公司的心态投资而非投资股票。巴菲特的投资方法中有四大原则:

一是企业原则:

- 这家企业是简单而且可以了解的吗?
- 这家企业的营运历史是否稳定?
- 这家企业长期发展前景是否看好?

二是经营者原则:

- 经营者是否理性?
- 经营者对他的股东是否诚实坦白?
- 经营者是否会盲从其他法人机构的行为?

三是财务原则:

- 把重点集中在净资产收益率,而非每股盈余。
- 计算出自由现金流量折现(DCF)。
- 寻找高毛利率的公司。
- 对于每1元的资本公积,确定公司至少已经创造了1元以上的市场价值(市值)。

四是市场原则:

- 这家企业的价值是什么?
- 这家企业是否能以显著的价值折扣购得(亦即取得安全边际)。

根据巴菲特的投资原则,我们仅以净资产收益率一项进行实证检验,2006年底A股市场净资产收益率超过30%以上并且每股净资产没有异常的公司,在2007年5月1日到7月31日三个月期间平均表现强于市场96%(见附三)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附三：巴菲特净资产收益率策略选股(见表5.3)

表5.3 巴菲特净资产收益率策略选股

序号	股票代码	股票简称	所属行业	累计涨跌幅(%)	净资产收益率(%)	每股净资产(元)
1	000878	云南铜业	有色金属	99.03	34	4.44
2	600840	新湖创业	房地产	60.77	36	1.9
3	600331	宏达股份	有色金属	50.13	40	3.88
4	000060	中金岭南	有色金属	37.81	35	4.86
5	600309	烟台万华	化工产品	31.67	33	2.09
6	002028	思源电气	电力设备制造	29.21	31	4.31
7	600875	东方电机	电力设备制造	28.89	33	5.59
8	600362	江西铜业	有色金属	19.04	37	4.34
9	600497	驰宏锌锗	有色金属	17.75	44	11.99
10	000683	天然碱	化工产品	15.39	36	1.01
11	600961	株冶火炬	有色金属	14.87	33	2.99
12	000792	盐湖钾肥	化肥	9.80	39	2.71
13	000950	建峰化工	化工产品	3.10	32	1.64
14	002114	罗平锌电	有色金属	0.98	40	2.78
15	600596	新安股份	农药	−20.79	30	3.72

注：2007年5月1日至7月31日所选公司期间93.3%上涨，6.7%下跌，平均涨跌幅26.5%，上证指数同期涨跌13.5%，相对上证指数强95.8%。

4. 威廉·欧奈尔(William J. O'Neil)

威廉·欧奈尔是美国知名的成长型投资大师，投资经历长达40年。毕业于南美以美大学(Southern Methodist University)。在美国空军服役期间以300美元开始投资宝洁(Proctor & Gamble)股票。退役后在洛杉矶的海顿·史东(Hayden, Stone & Company)证券公司担任经纪人。在哈佛大学的管理发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

展所(PMD：Program for Management Development)研究期间，开始研究美国股票史上涨幅最大的股票所具有的特性，发展出著名的CANSLIM选股投资法则。他以CANSLIM的方法进行实际投资，创下在26个月内大赚20倍的纪录。1963年创立威廉·欧奈尔公司(William O'Neil & Co.，Inc.)，并买下纽约证券交易所(NYSE)的交易席位。当时他年仅30岁，创下最年轻拥有纽约证券交易所交易席位的纪录。1984年开始发行《投资者财经日报》(*Investor's Business Daily*)，成为唯一可以和《华尔街日报》(*The Wall Street Journal*)媲美的投资日报。1988年出版《笑傲股市》(*How to Make Money in Stocks：A winning System in Good Times or Bad*)一书，即成为当年度全美最畅销的投资类书籍，并在1990年及1994年再版，至今已销售达100万册以上，而且仍然继续发行。

目前威廉·欧奈尔公司已成为全球主要基金经理人最喜爱的投资顾问公司之一，有超过600位基金经理人听取其投资建议，而《投资者财经日报》在全美的订户超过30万，对股市的影响非常大。威廉·欧奈尔目前仍担任其旗下五家公司的董事长，并持续以演讲的方式宣扬其CANSLIM的投资策略。

威廉·欧奈尔研究1953年开始至1990年间，美国表现最好的500家上市公司，整理出其具有的共同特性，发展出CANSLIM的投资哲学。

C:当季盈余成长率至少18%—20%；

A:过去五年盈余显著成长，复合成长率15%—50%或以上；

N:新产品、新管理层或股价刚开始创新高，忘记低价股，股价低通常有其理由存在；

S:流通在外股数少或是在合理水准之内；

L:市场的领导者或落后者；

I:专业投资机构的认同；

M:市场走向。

欧奈尔的投资策略实质是选股兼选时的复合性投资策略，其中市场走向(M)、市场的领导者、(L)新产品、新管理层(N)这几项需要进行主观的考察，其他因素可通过量化的方法予以挑选。结合中国市场的具体特点，上述策略稍作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

改变，经验证，2006 年 9 月 1 日到 2007 年 5 月 31 日三个季度期间，其选股表现远远强于市场 57%（见附四）。

根据中国市场的具体特点，参照欧奈尔的投资策略，制定出 CANSI 的选股策略：

C：季度净利润环比变化率≥20%；

A：净利润三年复合成长率≥30%并且在过去三年公司净利润持续增长；

N：一年股价相对大盘涨跌≥0%；

S：流通股在 20 000 万以上；

I：全部基金持流通股比例≥10%（或者基金重仓持股≥5%）。

上述策略，对欧奈尔原则进行中国市场改造的地方是将流通股改为大盘股，而不是中小盘股。经过验证，发现 20 000 万以上流通盘的个股运用该策略 9 个月的平均表现上涨 233%，强于市场 57%，而 20 000 万以下流通盘的个股周期平均上涨只有 174%，只比市场强 18%，这反映了 A 股市场从流动性折价走向流动性溢价。在投机风气盛行的炒作时代，小盘股受到炒作的追捧，而在机构投资和理性投资开始逐步主导市场的时候，大盘股开始受到市场的追捧。

在投资思想方面西方有三种较有影响的理论，一是基于真实价值的磐石理论（这种理论认为通过分析公司真实价值，判断股价和真实价值之间的空间来买卖股票）；二是基于市场心理变化的空中楼阁理论（应分析投资大众的心理变化趋势，看他们如何乐观地把希望建立在空中楼阁之上）；三是基于市场方向不可预测的漫步理论（市场受随机事件影响，其未来方向不能由过去推测）。这三种理论都有一定的实践基础，磐石理论由于建立在量化的基础上，获得了较大的成功，并且产生了巴菲特这样杰出的代表人物，因此获得了更加广泛的认可和追随。

大师的睿智发散出不朽的光辉，但大师的个性是无法简单复制的。市场环境不同，时代背景不同，因此世界上并不存在完全一样的大师，也不存在完全相同的投资策略。学习大师关键是学习思想，而不是生搬硬套，更要防止片面理解，走入误区；只要理解股票上涨的原理，或者说资金为什么会追逐某些股票，符合市场规律的投资方法都是可取的，也是可以再发展的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附四:欧奈尔 CANSI 思想选股(见表 5.4)

表 5.4 欧奈尔 CANSI 思想选股 2006 年 9 月 1 日选股结果

序号	代码	股票简称	所属行业	季度净利润环比变化(%)	净利润三年复合增长(%)	流通股(万)	一年相对涨跌(%)	基金持流通股比(%)
1	000825	G 太钢	钢铁行业	273	45	78 390	44.24	40.40
2	000758	G 中色	有色金属	300	414	34 193	42.72	14.70
3	000002	G 万科 A	房地产	114	81	292 231	36.92	18.60
4	600383	G 金地	房地产	20	82	34 200	80.28	44.70
5	600000	G 浦发	银行	41	35	117 000	6.15	16.20
6	600331	G 宏达	有色金属	151	154	20 800	124.76	27.70
7	000898	G 鞍钢	钢铁行业	77	70	94 245	19.47	16.30
8	600628	G 新世界	百货	40	30	29 442	17.20	23.80
9	600066	G 宇通	商用车	26	42	26 462	50.30	13.50
10	600125	G 铁龙	运输及仓储	80	41	39 887	30.25	23.80
11	000060	G 中金	有色金属	163	137	36 654	146.44	13.70
12	600037	G 歌华	传媒、网络传播	76	37	34 622	36.24	28.40
13	600583	G 海工	工程建筑	332	60	31 427	51.65	49.30
14	600832	G 明珠	传媒、网络传播	28	35	61 500	28.45	10.40

注:所选公司期间 100%上涨,平均涨跌幅 232.5%,上证指数同期涨跌 147.8% ,相对上证指数强 57.3%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

六、价值投资常见问题

1. 如何选股？

目前在中国深沪交易所上市的股票总共有 1 500 多只，并且将来还会不断有新股上市。面对众多的股票，怎样才能迅速、准确选择到值得投资的股票呢？根据经验，有如下几个系统性的选股切入思路：

(1) 成长选股：无论何种市场，成长性好、业绩优良是股票上涨的根本因素。因此，尽量选择主业突出、业绩持续增长或从谷底中回升的股票。具体可以考虑净利润、主营收入增长率在 30%以上或未来预期有望超过 30%的股票，对于高成长股，其市盈率可以适当放宽。

(2) 价值选股：股价与其价值相比或通过行业比较被低估的公司。在实际交易中，应当尽量选择估值空间大、安全边际高的股票。

(3) 行业选股：选择行业复苏、行业受到市场关注或行业价值大幅改善的行业中的龙头公司。这些股票伴随行业走出低谷或者行业持续向好，其市场表现也往往与众不同。

(4) 机构持有选股：基金等阳光机构会定期公布自己的持股数据。阳光机构持有的股票一般已经经过一定的程序筛选，剔除了风险较高的公司，通过汇总对比分析基金持仓状况，可以发现基金公司增仓、暗仓的优质股票。

(5) 市场表现选股：选择基本面好或正在改善、股价在底部或者横盘一段时间后创新高或者持续创新高的股票。从股价形态而言，有三种容易获利的形

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

态，一是底部转折形态，二是横盘突破形态，三是持续走高形态，但都要基于基本面好的公司。

这些方法可以单独使用，也可以互相组合使用。系统性的选股策略能够较高效率地选出股票，在系统性选择后再重点研究，选出优质公司，相对集中投资。

与系统性选股对应的是消息性选股。很多投资者买卖股票只因为听到某某人或某某报纸或某某电视台说了一只股票。根据我个人经验，这种方法一般而言是股民赔钱的头号杀手。正确的方法，在拿到这些公司的名单后应该花更多的精力去认真分析，尤其是对公司成长、估值和基本面的分析。消息性选股基本不应作为投资股票池的来源，除非这种消息来自于严肃的研究机构。

2. 何时买入？

格雷厄姆在其所著的《证券分析》中指出："投资是基于详尽的分析、本金的安全和满意回报有保证的操作。不符合这一标准的操作就是投机。"

在此书中格雷厄姆系统阐述了价值投资的核心：用基础分析方法来衡量一家上市公司的"内在价值"，并以此作为投资准则。格雷厄姆唯一关心的是公司的股票价格相对于其内在价值是否廉价。"我们的方法看似简单得让人不敢置信，既没有经济周期或大盘走势的预测，也没有选定特别的企业或公司，我们不考虑产业差别，一视同仁地单纯以股票的吸引力作为评估标准。"

巴菲特，与格雷厄姆比起来更侧重于公司的成长性，并愿意为此付出合适的价格。

巴菲特的四投资原则，如果概括成买入卖出的操作策略，那就是以下四点：

(1) 优质；

(2) 成长；

(3) 安全边际；

(4) 长期持有。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在某个时刻公司所内含的价值应该有个确定的范围，并且随着公司竞争力的上升下降而不断的上升下降。因此，应该先筛选出竞争力不断上升的公司，判断其现在的价值，然后减去安全边际，低于这个价格就可以下决心买入，最后长期持有。

根据中国市场的具体特性，在买入股票时除了要考虑公司的上述价值要素外，一定不能忽略择时问题，即市场环境和市场方向问题。A 股市场同涨共跌的特性表现得比任何一个市场都显著，涨跌循环的周期表现非常清楚，人气的聚散轮回也很有序，因此基于价值基础在市场阶段性人气涣散时逢低逐步买入，总是比在人气高涨时追涨要占很多便宜。另外好公司发生突发性事件而又不损大局时的暴跌，被事实证明是买入的好时机。

如果把巴菲特的原则融入 A 股市场，具体运用，那就是在买卖操作时要特别重视四个方面：

(1) 公司要好(基本面)；

(2) 公司正在变好(成长性)；

(3) 股价要有空间(估值)；

(4) 阶段操作(选择时机)。

3. 何时卖出？

格雷厄姆强调买入价格与内在价值相比要有足够的安全边际。在投资期限上，格雷厄姆给每只股票设定的最长持有期限为两年，凡在两年内不能达到盈利 50%目标的个股都要在期满后以市场价格卖出。之所以给每只股票设定持有期限是二年，猜测原因之一是由于格雷厄姆时代是投机向投资转换的时代，不可避免地保留了投机时代的部分操作风格，二是为了追求更大的收益。

巴菲特在继承了格雷厄姆价值投资策略精髓的基础上又吸收了费雪长期持有优秀成长公司股票的策略。格雷厄姆的投资策略完全不考虑公司的成长，这无疑是其投资策略中最大的弱点。与格雷厄姆不同，费雪强调寻找未来几年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具备大幅增长潜力的“真正杰出的公司”。费雪在他的《怎样选择成长股》中写道：“找到真正杰出的公司，抱牢它们的股票，度过市场的波动起伏，不为所动，也远远比买低卖高的做法赚得多。”费雪的投资策略恰好弥补了格雷厄姆投资策略不考虑公司成长的不足。巴菲特将格雷厄姆与费雪的投资策略进行了完美的融合，最终形成了自己的投资策略。巴菲特把自己的投资策略描述为“85%的格雷厄姆和15%的费雪”。巴菲特的投资策略分别吸收了格雷厄姆的内在价值原则、“市场先生”原则、安全边际原则以及费雪的竞争优势原则、集中投资原则和长期持有原则。这些原则构成了巴菲特价值投资策略的核心。

巴菲特的观点实际上已经对何时卖出股票作了一个诠释，这个答案就是，如果公司持续满足投资条件的话，就买入并持有，反之，即抛售。

中国A股市场何时卖出股票，除了考虑个股价值因素，还必须结合市场的价值状况和人气循环。在人气高涨，众多公司叠创新高，开户人数剧增，市场价值中枢被快速抬高的时候，就要考虑减少持仓，控制风险。

4. 持股多少时间合适？

巴菲特长期持有的原则是根据巴菲特自身的条件和美国市场的特点制定的。首先是巴菲特所处的市场，可以使巴菲特不断获得资金来源，因此他一旦发现新的目标后可以从市场上获得资金而不需要在二级市场中抛售股票。在中国，基金公司整体运作依靠的就是这种模式，通过不断发行新基金，弥补老基金赎回的资金缺口，并能扩大规模。而对于大部分个人投资者而言是做不到的，个人投资者如果发现了更好的投资目标，不得不抛出原来的股票，才能有资金去买新股票，因此自然而然会有投资者问，如何用有限的资金尽量多地产生效益呢？

理论上最大限度跑赢市场是可能的，但实际操作非常困难，美国市场大部分主动配置型的基金其表现都落后于指数基金。从中国目前的基金表现来看，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

40只封闭式基金在2006年7月1日到2007年6月30日一年中只有两只净值表现跑赢上证指数，成立一年以上的开放式基金中只有约10%的开放式基金跑赢上证指数。格雷厄姆也认为防御型投资者最好的选择是平均买进30种道琼斯指数股票。因此，为了追求跑赢市场而频繁更换股票往往会导致“两面挨耳光”，即卖出上涨，买入后下跌。这种“两面挨耳光”的感觉，相信很多投资者都曾经有过。费雪、巴菲特的长期持有策略，并非偶然，也不仅仅是理论上存在，而是长期投资实践的精髓总结。投资就像一场没有休止的赛跑，赢到最后的，往往不是起步最快的选手，而是耐力最好的选手。

根据中国市场的情况并结合大量实证研究和经验，在中国目前的市场环境中，选择投资型的股票能最大限度超过市场平均表现的持股时间是3—9个月。

5. 我持有××公司三年，还是亏损？

还有许多人说现在我学巴菲特啦，长期持有某个股票怎么还是不行啊？这种投资者对长期投资的理解是片面的，他只看到了长期，而忽略了投资，在买入股票之初就忽略了投资的定义是基于详尽分析，本金安全和满意回报有保证，以投机的冲动买入，短线做成长线，长线做成贡献的人并不是长期投资者。价值投资首要的是对公司的鉴别，然后在有足够的安全边际的前提下介入。长期持有更大意义上是结果而不是目的。

许多人长期持有某个股票只是因为亏本了而抱住不放，这根本不能算作是一种理智的投资行为。投资者未来是否盈利是看现在持有何种股票，及未来该股票的价值而确定的。过去的亏损都是沉没成本，没了就没了，你还拥有美好的未来。

就像马太福音所说的：“凡是有的，还要给他，使他富足；但凡没有的，连他所有的，也要夺去”。好公司往往因为其强大的核心竞争力，造成强者恒强的局面，新高后面还创新高。对于垃圾，我们不应幻想救世主的出现。即使有，按国内目前的情况看，大多数仍是披着天使外衣的恶魔。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6. 我买的公司很好啊，怎么还跌啊？

有许多投资者说我买的股票每股收益也不错啊，怎么不涨啊？其实用每股收益或个别指标去理解公司好坏是对价值明显的误解。首先，看一个公司是不是好公司，是不是合适的投资对象要看三个方面：一是公司当前的质地如何，是好还是坏；二是要考察公司的未来情况是能够变好还是变坏，即公司的成长性如何；三是这家公司的价格是不是存在明显的估值空间，即安全边际，买这家公司合不合算。有些公司未来也能发展得很好，但当前的股价已经很大程度上包含了对未来成长的预期，即对未来已有所透支，买入这样的股票要经过相当长一段时间的调整，直至消化了这部分透支后才能继续上涨。这对投资者而言也是一段相当难熬的时间。

所以当你说公司很好的时候，一定要弄清“好”的充分依据。不能看单个指标，更不能听别人说好就是好。

持有这种观点的人还有一个明显的误解，即我买的是好股票，所以我买入后它就要马上上涨。我们都知道，股价的波动是具有随机性的，日常波动无法预测，因此，即使买的的确是一个质地、成长性及安全边际都具备的公司，也不见得买入即涨，价值作用的体现并不能和价格表现这样直接挂钩，否则就不需要市场存在了。所谓市场就是大家讨价还价充分博弈最后达成价格定位的地方，这就是市场的价值发现功能。证券市场和农副产品自由市场本质上是没有区别的，只不过一个地方交易的是猪肉之类的生活品，另一个地方交易的是“公司”这类资本商品。在对“公司”进行交易的过程中，会有越来越多的人对公司的价值进行评估、发掘、再定位，这都是需要时间的。一家公司即便是机构买入，也不一定立即上涨。这要取决于机构的研究和价值定位的能力，机构在市场的影响力及市场对公司价值重估的认可程度和接受时间。这些因素的确如随机漫步理论所阐述的，都是不可预测的，因此某个股票开始大幅上涨的触发器，可能是由于某家机构发布一份研究报告，或者某家机构获得一个新的结论，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但触发的具体时间是没法预测的，只要自己真正对公司价值有透彻的分析和信念，价值的因素在市场博弈中早晚都将体现。

前些年内幕交易在市场中大行其道，因此很多人去追逐消息和庄家（内幕交易者），而实际上 90%以上的消息是针对市场上这种需求故意由别有用心的人发布的，消息的发布和庄家本身的行为也是具有不可预测性的，这也构成市场的随机因素。随着股权分置、证券投资实名制等系列基础制度的改善，内幕交易必然成为管理层重点整治的对象。2007 年 8 月中国证监会副主席范福春已宣布中国证监会下阶段的工作重点将转到打击内幕交易，如果能得到有效的实施，这项政策将使中国证券市场迎来真正的价值投资时代。

7. 赚钱能不能再快点？

很多人加入这个市场的初衷就是希望能够一夜暴富，因为这个市场流传太多这类“神话”和“故事”。下面，让我们看看全球投资大师的年均复合增长情况（见表 6.1）。

表 6.1 投资大师收益明细

大　师	管理基金或公司	复合增长率(%)	期间	年数
彼得・林奇	麦哲伦基金	29.30	1977—1990	13
罗伯・加迪纳	瓦萨屈微型股基金	23.19	1996—2002	7
华伦・巴菲特	巴克希尔・哈撒维	22.37	1965—2002	38
本杰明・格雷厄姆	格雷厄姆・纽曼公司	21.00	1941—1960	20
麦克・普莱斯	共同股份基金	20.40	1976—1998	21
汤玛士・贝利	乔曼贝利微型成长基金	19.73	1998—2002	5
乔治・麦可利斯	资源资本公司	18.60	1973—1987	15
罗伯・山朋	奥克马克基金	18.40	1992—1999	7
威廉・纳葛维兹	核心地价值基金	16.78	1991—2002	12
戴维・波伦	波伦资本管理公司	16.61	1989—2002	14
李・古柏	古柏投资顾问公司	16.55	1991—2002	12
罗兰・怀李吉	包布森价值基金	16.20	1991—2002	10

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

大　师	管理基金或公司	复合增长率(%)	期间	年数
查尔士・布兰帝	布兰帝全球权益基金	16.16	1980—2002	23
威廉・米勒	雷格梅森价值基金	15.77	1991—2002	12
罗伯・欧斯坦	欧斯坦财务警讯基金	15.73	1996—2002	7
柯林・麦克连	苏格兰价值信托基金	15.64	1991—2002	11
罗伦斯・奥瑞安和汉斯・乌许	考夫曼基金	15.63	1991—2002	12
威廉・达顿	天廓特别权益基金	15.10	1991—2002	12
戴维・卓曼	史卡德卓曼高报酬权益基金	15.09	1991—2002	12
雪拜・戴维斯	戴维斯纽约创投基金	15.00	1969—2000	31
杰若米・道森	巴纳赛斯基金	13.96	1991—2002	12
惠特尼・乔治	罗斯低价股基金	13.77	1994—2002	9
约翰・奈夫	先锋温莎基金	13.70	1964—1995	31
德伍・却斯	CICC 机构大型权益组合	13.46	1990—2002	13
约翰・罗杰士	亚瑞基金	13.21	1987—2002	16
詹姆士・卡里纳	RS 新兴成长基金	12.96	1995—2002	8
福斯特・佛莱斯	白兰地基金	12.74	1986—2002	17
斯皮罗士・谢加拉斯	庇护资本增值基金	12.35	1991—2002	12
哈瑞・伯恩	湾岸基金	12.20	1985—2002	18
唐纳・亚克曼	亚克曼基金	11.96	1991—2002	12
苏珊・史卡田妃	TCW 加利欧价值机会基金	11.02	1998—2002	5
詹姆士・赫瑟	罗乐资产管理公司	10.85	1992—2002	11
马克・约克奇	艺匠国际基金	10.67	1996—2002	7
葛廉・毕克斯达夫	TCW 加利欧精选权益基金	10.26	1996—2002	7
罗伯・透纳	透纳中型成长基金	10.03	1997—2002	6
威廉・瑞弗斯	史壮美国公用事业基金	8.15	1994—2002	9
詹姆士・欧斯拉格	白橡树成长基金	7.76	1993—2002	10
戴维・凯兹	矩阵顾问价值基金	7.56	1997—2002	6
史帝芬・路佛	路佛核心投资基金	7.38	1996—2002	7
理查德・崔赫斯	崔赫斯国际成长基金	6.53	1990—2002	13
罗伯・巴卡雷纳	摩内塔基金	5.84	1991—2002	12
嘉瑞特・冯・凡古纳	凡古纳新兴成长基金	5.25	1993—2002	10
罗杰・金	源头特别价值基金	4.93	1997—2002	6

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些大师中年均复合增长没有一个能超过 30%，巴菲特以 22.37%名列第三。排名靠后的投资大师年复合增长率甚至低于中国贷款利率。

2006 年牛市后，很多人资产翻倍或数倍，但是可不可以说他比巴菲特还牛呢？这显然难以成立的。原因是由于复利。

爱因斯坦曾说：复利是世界第八大奇观。像棋盘上放米粒的故事大家都很熟悉，巴菲特也是仅凭着每年百分之二十几的收益率而成为一代股神。

价值投资成功的关键就是稳定而持续的增长。每年的成长可能只是不起眼的百分之二三十，当日积月累，经过一段较长的时间回过头来看看，就是非凡的收获。比如按照 30%的年度复合增长，15 年后，成长率是 50 倍；30 年后，成长率竟达到惊人的 2 572 倍。

所以，在证券市场中，重要的不是赚钱太慢，而是不要赔钱；重要的不是每天 10%，而是每年 30%。

8. 新股票好还是老股票好？

价值投资偏好有稳定历史的成熟型企业，这一特征是由价值投资以价值评估为核心所决定的。企业的经营前景是影响价值投资者对于企业价值进行评估的一个决定性因素，而企业的长期发展前景会受很多不确定性因素影响，因此对企业的经营前景进行判断是一件非常困难的事情。而有着长期稳定经营业绩的企业，时间已经证明了它们拥有超出其他企业的竞争力，这种竞争力保证了它们在未来的竞争中仍能够处于优势地位，其经营前景值得期待，不确定性较小。而资产重组型和经营改善型企业则不太受价值投资者欢迎，巴菲特在追踪了数百家经营改善型(turn around)企业后发现，这些企业能够发生根本改变的只是极少数个例，它们中的大多数仍不值得投资。他在伯克希尔 1980 年的年报中写道："我们的结论是除了极少数例外，当一个拥有聪明能干名声的经理人加入到一个拥有不良经济特征的企业，往往是企业的坏名声依然完好无损，而经理人的好名声却毁于一旦。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这里所说的成熟型企业并非排除新股，A 股很多企业都是传统企业改制而来。这些公司在上市前已经有很长时间的经营历史，公司上市公告还公布上市前三年的经营状况，这些资料都是评估企业价值的宝贵来源。2007 年 7 月上市的新股西部矿业，从各种能够收集到的资料来看，公司上市前七年都处于稳定的高速增长中，甚至连年翻番，这样的公司上市后股价即被迅速推高。

9. 市场永远是对的？

一种理论认为市场永远是对的，K 线反映了公司的一切。以格雷厄姆为代表的传统的价值投资理论是市场有效理论的坚决反对者，他们认为市场价格经常会偏离价值，并且在这种偏离后，市场会出现自我纠正的趋势。格雷厄姆把影响证券价格波动的因素比喻为“市场先生”。“市场先生”是一个情绪容易波动的家伙，他会根据各种各样难以预料的情绪来报价，使价格落在他愿意成交的价格上。价值投资视“市场先生”为朋友，他们认为“市场先生”的情绪越狂躁对他们越有利。他们将价值投资成功的根本原因归结于价格波动带来的投资机会。价值投资者对于市场失效的利用，在客观上也起到了提高市场效率、优化资源配置的作用。

要回答市场永远是对的，还是永远是错的这个问题，就像回答人性本善、本恶一样。市场的确时时刻刻都在犯错误，也在时刻改正错误，就像人永远都是善与恶的结合体。分辨市场的对与错就如同分辨人的善与恶一样，关键是要分辨市场何时是对的，何时是错的，在市场是正确时要善于跟从、顺势，而在市场犯错时要勇于反向、逆势。分辨出市场对与错所需要的功底和能力，就像分辨出人的善与恶一样需要学习和磨炼。新手来到这个市场中就像刚进入社会的年轻人一样，不吃亏、不犯错误是不可能的，以学习的心态而不是赌博的心态进入市场，会让人逐渐在市场中成长、成熟，最终形成自己的投资风格和稳定的盈利模式，而大师也就是这样逐渐成为大师的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10. 价值投资与技术分析

公司的价值作为内因决定着股票价格，价格围绕着价值受供求关系等外因的影响上下波动。有时候由于恶意炒作或市场环境的偏差，股价离其价值差距很远，时间也可能很长。但价格终究会回到其自身的价值区间里。前些年度所谓的“庄家”违背价值规律，逆天行事，被事实证明只不过自取灭亡而已。

对价值投资而言，基本分析是起决定性作用的，盘面分析只是起辅助作用。价值投资重要的是对公司感兴趣，K 线只是一种价格记录模式，K 线只是 K 线而已，价格偏离价值反映了市场的愚蠢，分析市场愚蠢的程度就可获得足够的获利机会。价格偏离价值存在于任何市场中，只不过在投资力量占主导的成熟市场中，偏离的幅度小，时间短；而在投机力量占主导的市场中，偏离幅度大，时间长。

有人笑话价值投资是盲人摸象，也许真是这样的。但至少盲人摸到的是象的一部分，多摸几下或互相沟通就能了解象的大致轮廓了。而如果根本不去看象的本身，仅凭大象留下的脚印、气味、叫声来推测象究竟长得什么样，那就更像缘木求鱼一样。

事实上，技术分析的创立是基于统计理论。在某种统计意义上，出现一定的变化时，价格的趋势会转变，如果只作为市场数据的统计研究，这种方法是科学的，但将统计分析的结果绝对化、神秘化，最后只能误人误己。市场如果被恶意操纵，统计分析必然会失去随机特性的真实基础，因此这种情况下衍生出来的统计指标可信度就更差了。但坚持价值基础分析也不必排斥市场统计分析。比如技术分析中有强者恒强的说法，如果从价值角度去理解背后隐含的道理就是只要公司好，股价就一直会创新高，所以也可以从市场表现出连续创新高，或者走势强于大盘或行业的个股中寻找线索，再深入去发掘它们的价值，实现价值发现的效果。但如果一味只注重 K 线图上的“强者恒强”，不顾公司的基本情况，很可能就会落入市场操纵的陷阱中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然两者在投资过程中发挥的作用有大有小，但两者不是对立关系；相反，技术分析在参考公司价值分析后进行操作的成功率可以大大提升，其中的原因就是针对价值型股票进行投机性操作的风险大大低于一般公司。

11. 估值准确吗？

以价值评估为核心的投资就是价值投资，这也是价值投资者与其他类型投资者之间的本质差别。价值投资者盈利的关键是利用股票市场中价值与价格的背离来进行套利，因此估值是价值投资成功的基石。巴菲特对于估值的解释是：内在价值尽管模糊难辨，但它却是评估投资和企业的相对吸引力的唯一合理标准。内在价值的定义很简单，它是一家企业在余下的寿命中可以产生的现金流量的贴现值。但是内在价值的计算并不如此简单。正如我们定义的那样，内在价值是估计值，而不是精确值，而且它还是在利率变化或者对未来现金流的预测修正时必须改变的估计值。因此，对企业价值进行评估，并密切关注估值假设是否在后来的运营过程中得到验证，进而根据估值假设的变化对估值结果进行调整是价值投资的核心工作。

尽管巴菲特如此重视公司的估值，但我们从未发现巴菲特公布对哪一家公司的内在价值评估结果，这也许表明估值可能是巴菲特秘而不宣的独门法宝。巴菲特在其《股份公司教程》中是这样描述他的估值保密原则的：

考察同一组事实的两个人——甚至对查理和我也同样适用——几乎总是不可避免地得出至少是略有不同的内在价值。这是我们永远不会给你我们对内在价值的估计值的一个原因。

巴菲特的内在价值模型是一种绝对估值的方法。中枢价值是一种相对估值的方法，但不管是哪一种估值都只是估计，还必须结合其他方法的分析以便更准确地评估公司价值，这些分析就包括对公司的业务分析、管理分析和财务分析。

(1) 业务分析。

价值投资评估的是企业，而业务分析无疑是企业评估的起点。进行业务分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

析必须解答的三个问题是:企业的业务是否长期稳定?企业业务是否具有独特竞争优势?企业经营是否具有长期竞争优势?

具有长期稳定的业务是企业成功的基础。长期稳定的业务是企业建立竞争优势的前提,企业竞争力的建立需要时间的积累和检验,一个业务频繁变换的公司很难让人相信它能够在一个领域中建立起竞争优势。企业的竞争优势是在多年的经营过程中通过不断强化现有优势以及不断发展创新的过程中建立起来的,只有通过长时间积累建立起来的优势才是竞争对手短期内难以学习和复制的。

独特性是企业竞争优势的根本来源。拥有独特竞争优势的企业,对于其产品或服务拥有很强的自主定价权,进而能够拥有比其他企业更高的资本回报率,如中石化、工商银行、贵州茅台,小商品城等公司。长期而言,任何行业和企业都不能长期取得高于社会平均资本回报率的,过高的资本回报率很容易引来数量众多的竞争对手进入这一领域。只有拥有独特竞争优势的企业可以例外,可以把竞争对手排除在业务领域之外。拥有独特优势的企业不仅具备良好的盈利能力,同时也有较好的抗风险能力。巴菲特认为这样的企业能够容忍不当的管理,无能的管理人虽然会降低企业的盈利能力,但是不会对企业造成致命的伤害。在A股市场中,相当多的中央级企业具备巴菲特所言的这种独特竞争优势,也就是所谓的"特许权力",这就是在价值投资年代,央企成了香饽饽的原因。

比分析企业独特竞争优势更重要的是分析和判断这种竞争优势是否具有持续性。价值投资寻找的是长跑比赛中的赢家,竞争优势的持续性无疑是企业能否在长跑比赛中获胜的关键。巴菲特最渴望的竞争优势持续性是那种未来"注定必然如此"的竞争优势。

(2)管理分析。

价值投资对企业管理的分析主要集中在对公司管理人的分析上。

价值投资者买入公司或者股票的时候,不仅要求这家公司有一流的业务,同时还要求有一流的管理者。但是对于人,特别是管理层的考核并不是一件容易的事情。这主要是因为对于管理层工作绩效的衡量标准难以量化。到目前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为止，价值投资也不能找出一套评价管理层特别是CEO经营能力的量化指标，只能凭经验判断，选择信任那些经历了时间检验和被证明了的优秀管理人。

万科的王石，将企业从名不见经传的地方性公司带到了全国举足轻重的房地产企业。万科的投资者关系既透明，又热情，显示了万科团队接受股东监督的企业精神。雅戈尔的李如成，上过山下过乡，把一个乡镇服装厂发展成全国500强公司，衬衫西服连年第一，房地产投资从区域性走向全国，股权投资中信证券、宁波银行等获得了巨大的成功。这样做一件事情成一件事情的领导者，他们自身的经验已经让人信赖。武汉中百的汪爱群，从营业员一直做到了公司董事长，将一个排名全市第九的百货公司变成了全市第一，并且进入了全国零售行业30强。西部矿业的毛小兵在矿产低迷时收购周边省市的矿山，让企业的资源优势变得不可撼动，显示出了企业领导者的战略眼光和魄力。三友化工的董事长幺志义是一名唐山地震孤儿，经历劫后余生，对社会充满感恩和回报之情，显示了企业家的社会责任感。企业的成功离不开人，但现代会计体系的缺陷使得企业财务报表中根本无法体现人的价值，不能将比尔·盖茨估值300亿美元加入企业资产负债表，但试想如果没有比尔·盖茨，微软也就不能成为今天的微软。人都是有能动性的，职业经理人也好，企业的所有者也好，企业管理团队也好，企业员工也好，都是具有能动性的人。我们在追求职业经理人的同时不能忽略企业的环境和职业经理人所能发挥的空间，不能期望“职业经理人”会成为“经理机器”。找到一个有能力可以信赖的企业家为自己打工，难道不是普通投资者的一种幸福吗？

（3）财务分析。

业务分析和管理分析是对企业的定性分析，企业的经营结果最终体现为公司的业绩上。因此，财务分析能够帮助价值投资者更好地了解企业的经营能力。

与通常的财务分析不同，价值投资并不太在意企业短期业绩的波动，企业短期业绩很容易受到各种外部因素的影响，也更加容易被调节。巴菲特认为，股东过分关注短期业绩，会迫使经理人调节利润操纵业绩，进而损害股东的长期利益。因此，价值投资者会从更为长期的角度来进行财务分析，更关心企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财务指标的长期变化值，财务指标的长期变化值才能够更加真实地反映公司的真正盈利能力。

从A股实证角度上看，目前A股对于企业的短期财务指标的关注程度更胜于长期财务指标，导致基于业绩基础上的投机气氛较为浓厚，财务报表对短期盈利也有较多的粉饰。股价提前于业绩上涨，业绩公布后就见光死的情况2005年以前特别严重，近年已有所改善，但仍然普遍存在。业绩公布前虽有所上涨，但业绩公布后继续上涨的情况近年较多。从实证上分析，长期盈利指标与短期盈利变化对公司股价表现基本相同。以2006年三季度数据公布为例，2007年1月4日至6月30日半年期间，净利润同比上涨30%以上，净利润三年复合增长30%以上的选股结果验证对比情况如表6.2所示。

表6.2 短期利润指标与中长期利润指标对股价影响分析

指　　标	选股结果(家)	期间平均涨跌(%)	强于上证(%)
中长期指标：净利润三年复合增长≥30%	243	111.6	178.8
短期指标：净利润同比≥30%	356	110.2	175.2

通过实证表明，利用公司财务分析选股，其平均表现要远远强于大盘，充分显示了财务分析的重要性。

12. 估值为什么会变化？

作为价值投资者应当清醒地认识到价值不是一成不变的，它随着公司的经营状况而不断地变动着。

价值投资者本质上是一个彻底的辩证唯物主义者。价值就像物质的存在性一样，毫无疑问是客观存在的。价格是其表象，受供求关系的影响围绕价值上下波动。

格雷厄姆可能更多地趋近于机械唯物主义，喜欢持有绝对价格较低的股票。巴菲特则用辩证的思维看待公司的价值，他更趋向于买入有竞争力和成长性的公司股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值投资者应当力争对公司的过去、现在和将来都做到心中有数。当然个人的判断未必和将来的实际情况相符，这需要不断地加强自己的信息收集力度，日益提高自己的估值判断能力，以求无限接近事实真相。我们知道有几个职业是越老越值钱的，比如文物鉴定专家，这是由于在长期的实践中越来越见多识广，个人的判断也会越来越准确。而坚持价值发掘、价值投资，在证券市场中也会让自己变得越来越有价值。

13. 散户也能价值投资吗？

《财经》杂志网络版 2007 年 8 月刊登了许小年的文章《钢铁不是群众能炼的，股票不是全民能炒的》。许教授的主要观点是：投资是一个专业性的工作，必须由专业型的人来完成。在文章中许教授将投资和炼钢进行了类比，他认为现代经济是专业化分工的经济，是专才与专家的经济。随着社会分工的深入，个人的知识和技能越来越专门化，教师不知道如何炼钢，工人不懂得如何种地。每个人都必须依赖他人的专长，在市场上进行交易，获得自己不生产但又需要的产品和服务。实际上，市场经济的效率正源于社会分工与交易的发达。大炼钢铁的错误在于反其道而行之，否认社会分工，将专才擅长之事交给大众。

相信许教授的判断有其道理，因为他的两个论据都非常正确，一是炒股是要成本的，二是散户在市场中有难以克服的信息劣势。炒股需要成本，许教授解释原因是分析上市公司的财务报表、计算公司的估值、拜访公司和了解管理层、参加股东大会，所有这些活动都需要时间和资金的投入。如果研究一家公司的成本为 5 万元，10 家就是 50 万元，假设 20%的投资收益，至少需要 250 万元的投资量，投资收益才足以弥补研究成本，研究才是有利可图的活动。若将财务、投资等方面的教育和培训成本包括在内，对投资量的要求就更高，往往高到散户无法承受的地步，因此散户炒股只看 K 线是内在的经济性选择。投机赌博在散户中盛行，原因不在于天性好赌、经验欠缺或者智商低下，而是成本—收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益对比基础上的理性选择。散户炒股的信息劣势表现在机构投资者订阅各种报刊和数据库，有着广泛的非正式信息渠道，频繁地实地调研上市公司，并得到证券公司的研究与服务支持。机构根据所获信息进行证券的买卖，将信息融入股票价格，提高了价格的信息含量也就是市场的信息效率。散户只有市面上的流言，或者二手、三手消息，不仅对市场的信息效率毫无贡献，反而增加了市场“噪音”，并且因为“后知后觉”，经常沦为接盘手，陷入“人为刀俎，我为鱼肉”的窘境。

许教授的本意是倡导机构投资、专家理财，但感觉未免将问题想象得太静态太绝对。即便在美国这个高度发达的市场，个人直接投资仍然占据重要的一席之地，因此消灭散户既没有必要，也不可能；此外，工人不懂如何种地，并非工人永远学不会，关键问题是需不需要工人去学，这也违背投资要有动态视角的基本原则。简单拿炒股和大炼钢铁类比，也不具备可比性。炼钢毕竟要有大规模设备投入。就像要开办一个大规模超市，对普通老百姓而言有不可逾越的门槛，但炒股的代价只相当于投资一个街角便利店，小本经营，很多人还是承受得起的。

散户要进行价值投资其实很简单，平时少看点K线，多关心公司的基本面，少看一些K线指标，多关心一些公司运营指标，坚持优质、成长、足够的安全边际及中长期持有，基本上就立于不败之地了。大量实证表明，有效地利用公司的公开信息可以远远跑赢市场的平均水平，而实证表明基金跑赢市场的比例相当低。散户进行价值投资的具体程序首先要设立一些筛选条件，比如毛利率变化、预收账款、净资产收益率等，选出至少看上去优质的公司。至于成长性和股价的关系则用PEG指标来衡量。前面已经介绍过，PEG是市盈率与未来预期增长率的比值，它反映股价对未来成长的透支程度。PEG小于1，表明公司当前股价没有透支未来；PEG大于1越大，说明透支未来越多。其次，在按这些条件选出的公司中去除部分同质化竞争激烈、没有核心竞争力的公司，然后再在剩余的公司中选出行业领先的，有产品定价权的，未来市场前景良好的，以及能够充分利用中国人力、资源及地理优势的企业。通过对这些企业的当前估值、未来成长、机构持有、媒体及机构关注程度等因素的综合分析，笔者为自己总结

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了买入一家公司的六大理由（见第三章）。

对于经过深入了解而优选出来的股票，应该坚决的持有，直到其基本面发生改变。而一个普通投资者只要透彻地掌握五家这样的好公司，就足够在证券市场中悠闲地获利，不需要每天忙碌地跑进跑出。

机构投资要研究很多公司的组合，就像开大型超市，成本很高，散户只需要深入研究少量公司，就像开街角便利店，大部分散户还是有这样的能力的。但如果连开便利店的投入都无法承受，或者不愿意，那就只能做街头的无证商贩，整天和城管捉迷藏，这种方法想从市场中赚钱就比较难了。

14. 炒股关键靠运气？

世界年薪最高的职业经理人，前GE公司总裁杰克·韦尔奇曾见证过全美首富和次富之间的一场高尔夫球赛。首富是比尔·盖茨，次富是沃伦·巴菲特。两人最终的赌注让韦尔奇吃惊，竟然是一美元。即便是一美元的赌注，仍然是基于巴菲特和盖茨之间密切的好友关系。而巴菲特见诸于公开媒体更多的是放弃一杆进洞设立的高倍赔率的赌注。他认为既然是赌，即使赔率远远大于发生一杆进洞的概率，这样的赌博仍然毫无意义。

运气对做任何事情都非常重要，但运气不能取代实力。这就好比打高尔夫球，没有打过球的人上场之后可能会一杆进洞，但十八洞之后绝对会输给一个训练有素的球手。然而即便是老虎·伍兹这样的超级高手，在每场比赛中也都会祈求好运，因为运气好球会顺，成绩会特别好。但即便是伍兹运气不好，成绩也会比一个普通的专业选手好很多。所以，实力永远是投资的基石，运气只是与实力匹配的附属物。

作为理性的价值投资者先要站在必然的事件上，所谓胜兵先胜而后战。人类的发展趋势是永远向上的。当然前进的道路不是笔直的，股市同样如此。股市中充满着不确定的因素，而唯一能确定的就是长期向上的趋势。价值投资自然而然是择优而选，长期持有。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

15. 庄家吃肉我喝汤？

许多投资者喜欢往有庄家的股票里钻，认为庄家吃肉，自己能跟着喝口汤。

其实坐庄从开始下手就是错的。庄家总是找那些管理层愿意合作的公司下手。管理层自己都内外合谋，可想而知公司的治理水平。巴菲特考察公司时就特别重视经营者是否会盲从其他法人机构。做庄搏傻搏到最后外面的傻子都不肯进来了，没有更傻的，只好自己成为最傻的了。无论庄家怎样硬撑着，股价最终总是要回归其真实价值的。

其次，市场中最大的风险是不可预测风险。一个发展正常的公司，其经营及成长在某种程度上是可以理性预期的，因此其股价也可以在中长期范围内进行合理的预期，这样公司的走势往往是平台走势，当其价值集聚到一定阶段，公司的股价就上升到一个新的平台，公司价值的不断提升，就推动价格平台不断上升（见图6.1）。理性预期就降低了市场激烈波动的风险。

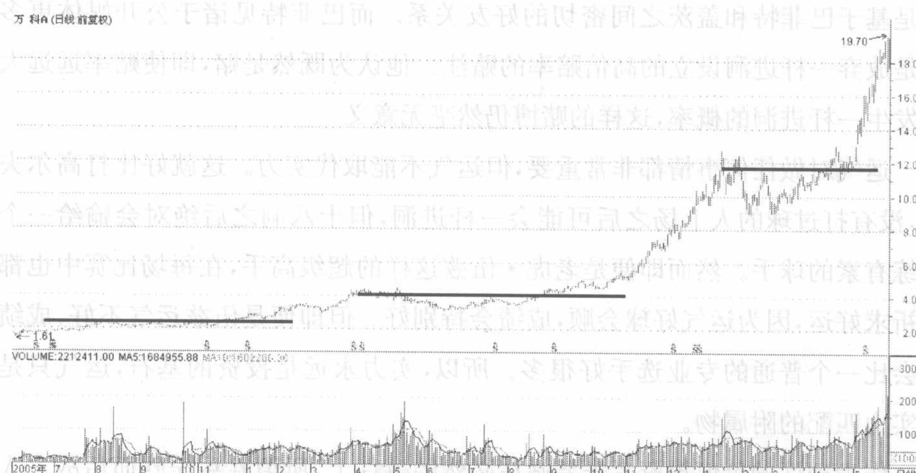


图 6.1 万科 A(000002)2005 年 6 月至 2007 年 6 月万科价值平台

不可预测性的最极端表现就是精神病患者，其行为是完全不具备理性预期的，病人是哭是笑，是杀人还是自杀，完全不可预见，因此和这类高风险人群交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

往是非常危险的，因为你不知道这一时刻他在笑，但下一时刻会不会杀人。庄股就是证券市场上的“精神病患者”。因为无法预测“庄家”的个体行为，他现在是想买入还是抛出，是对倒还是出货，既不可预测，也不能掌握。通常庄股及被操纵公司的股价表现会有一种精神病患者一样的病态表现，如暴涨暴跌，长期横盘等（见图 6.2）。择股如择友，择友还是要和正常人交朋友，看到股价病态形态，如剧烈的上下大幅波动，还是远离一些为好。

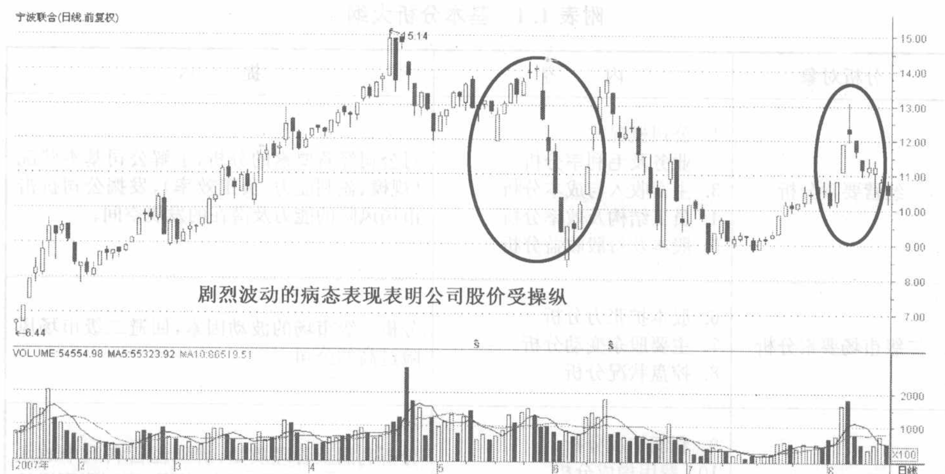


图 6.2 宁波联合(600051)2007 年 1 月至 8 月日 K 线

很多人热衷于谈论所谓庄家的“消息”，这也不符合逻辑。一个大家都知道的“消息”或“转手多次的‘消息’”，这些“消息”，既无法核实，又无法查证，按这些所谓的消息买股票，可能赔钱都不会买个明白，真正所谓有价值的内幕，怎会轻易示人呢？

所以当普通的投资者听到所谓庄家、消息的时候，一定要问题自己，跟自己说消息的人是不是庄家的父母、兄弟、姐妹，否则就别再信谣、传谣，最终会害人害己。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录一 基本面分析指标图解

以下将以图解实例说明基本分析的内容、指标计算及使用方法（文中所选示例来源于不同公司，不构成对任何公司的评论意见）。

附表 1.1 基本分析大纲

分析对象	内　　容	提　　示
经营要素分析	1. 公司概况 2. 业务及毛利率分析 3. 主营收入与成本分析 4. 员工结构及效率分析 5. 股本及每股收益分析	对公司经营要素的分析，了解公司基本状况（规模、盈利能力、员工效率），发掘公司抗击市场风险的能力及潜在的发展空间。
二级市场要素分析	6. 股本扩张力分析 7. 主要股东变动分析 8. 控盘状况分析	分析二级市场的波动因素，回避二级市场风险过高的公司。
盈利质量分析	9. 利润构成分析 10. 费用构成分析 11. 现金流分析 12. 经营性现金流	分析利润及管理质量，辨别经营利润中的水分因素；了解公司现金流状况，辨别账面增长却有名无实的风险企业。
资产质量分析	13. 资产状况分析 14. 流动资产 15. 应收账款账龄 16. 负债分析	辨别并回避“软资产、硬负债”，外强中干的公司；辨别利用会计政策调整做文章的公司。
其他相关分析	17. 审计意见 18. 重要数据大幅变动提示 19. 公司重要事件	从相关因素中获得深入分析的线索。

1. 公司概况

【示例】万科 A(000002)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司电话：0755-25606666 董秘：肖莉

地址：中国深圳市福田区梅林路 63 号万科建筑研究中心

附表 1.2

流通盘	总股本	发行数	上市日	市盈率	市净率	所属行业	截止日收盘价	当日大盘收盘
292 231.307 8	396 989.875 1	2 800	1991-1-29	11.02	2.59	房地产开发与经营业	6.78	4 111.033 2
主营	房地产开发；商品住宅开发							
更名情况	1991-1-29 深万科 A 2002-3-15 万科 A 2005-12-2 G 万科 A							

数据截止日：2006-9-8，其中：H 股数量 0，B 股数量 54 789.811 2，定期报告网址：http://www.vanke.com/。

注：流通盘、总股数、发行数单位为万股；市盈率、市净率为最新的中报或年报的财务数据与数据截止日收盘价的动态值。

【说明】

附表 1.2 中内容主要表述上市公司的基本情况。

附表 1.3

项目名称	说明
公司简况	公司名称、产品名称、联系电话、公司负责信息披露事务人员、公司地址
流通盘	流通股票也称为上市流通股票，是指在上市公司股本中允许挂牌交易的股票。流通股票的主要特点是流通性强。流通盘指流通股票的总数
总股本	国家股、法人股、外资股、职工股、流通股、境外股、B 股等股票的总和
发行数	指公司首次发行的流通股数量
上市日	指公司上市的日期
市盈率	数据截止日收盘价/最近年报(或中报×2)的每股收益
市净率	数据截止日收盘价/每股净资产
所属行业	按中国证监会设立的行业分类划分
截至日收盘价	本报告数据截止日期最近的收盘价
当日大盘收盘	本报告数据截止日期最近的大盘收盘指数(分别对应上证综指、深证成指、上证 B 股指数、成份 B 指)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

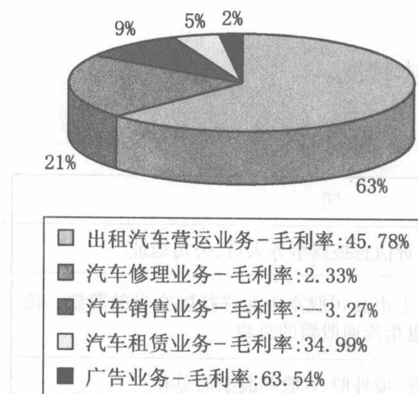
（续表）

项目名称	说　　明
主　　营	指上市公司的主营业务
更名情况	指该公司上市以来更名记录

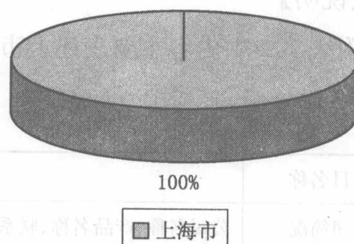
注：附表1.2是上市公司的快速一览表，投资者可以从股本变化、名称变化等快速对公司上市以来的表现、市场运作情况有一个初步判断。公司市盈率、市净率等数据也能揭示公司当前的风险及价值。公司联系方式及网址，便于投资人全面了解公司情况以及与公司进行沟通。

2. 业务构成及毛利率

【示例】强生控股（600662）



附图1.1



附图1.2

【解释】

毛利率是指各项业务收入扣除各项业务成本后的余额与各项业务收入的比率，它是衡量企业业务盈利能力的重要指标。

【计算】

$$各项业务毛利率=\frac{各项业务收入-各项业务成本}{各项业务收入}\times 100\%$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

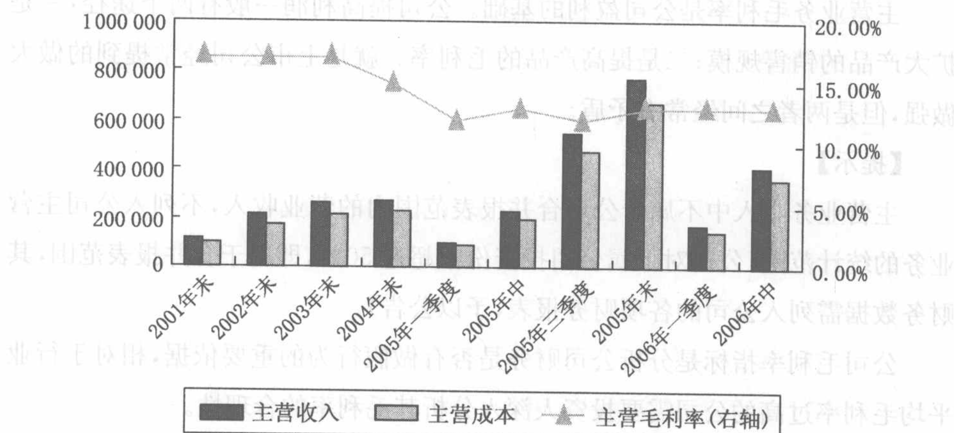
【说明】

附图 1.1 所要表述的是各项业务的毛利率以及上市公司的主营业务在其总体业务中的比重是否占有主导地位,并有较高的毛利率。毛利率是企业利润的最初基础,低的毛利率很难形成大的利润空间。

附图 1.2 所要表述的是上市公司主营业务的地域性,用于分析公司市场结构。

3. 主营收入及成本

【示例】金龙汽车(600686)



注:主营业务收入、主营业务成本单位为万元。
提示:2005 年末公司所处行业平均主营收入:340 297 万元;主营毛利率:11%(基本与行业持平)。
2005 年末 A 股平均主营收入:290 080 万元;主营毛利率:16%。

附图 1.3

【解释】

(1) 主营收入,指企业主营业务形成的收入,它是企业收入的主要来源,它用来核算企业销售商品和提供劳务等发生的收入。在新会计准则中,该科目为营业收入。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(2) 主营成本，指企业主营业务所发生的成本，它用来核算企业销售商品、自制半成品以及提供劳务等发生的成本。在新会计准则中，该科目为营业成本。

(3) 主营毛利率，是指公司主营业务的毛利率。

【计算】

$$主营毛利率=\frac{主营业务利润}{主营业务收入}\times 100\%$$

【说明】

附图1.3所要表述的是，历年来主营业务、成本和毛利率的变化情况。

主营收入规模是企业抗击市场风险的基础。公司主营收入规模太小往往受市场波动影响较大。

主营业务毛利率是公司盈利的基础。公司提高利润一般有两个途径：一是扩大产品的销售规模；二是提高产品的毛利率。就是上市公司经常提到的做大做强，但是两者之间经常有矛盾。

【提示】

主营业务收入中不属于公司合并报表范围内的营业收入，不列入公司主营业务的统计范围(公司对下属公司投资份额超过50%，即属于合并报表范围，其财务数据需列入公司的各项财务报表，予以公告)。

公司毛利率指标是分析公司财务是否有做假行为的重要依据，相对于行业平均毛利率过高的公司需要投资人深入分析其毛利率的合理性。

4. 员工结构及效率

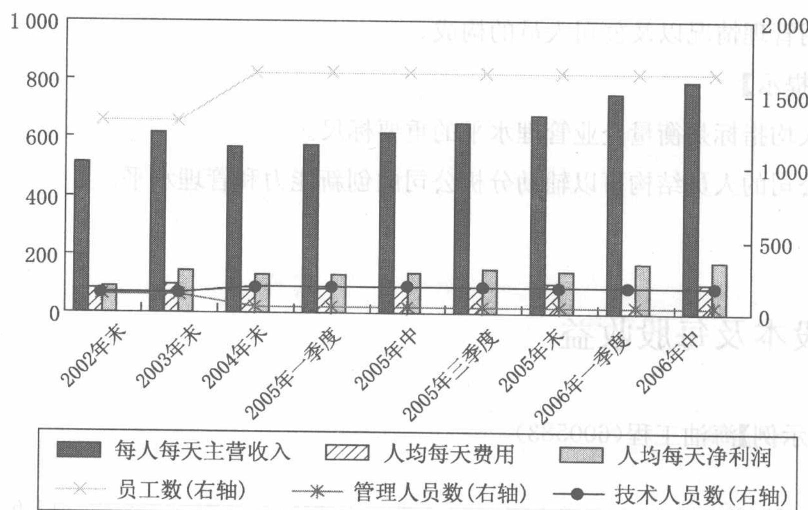
【示例】法拉电子(600563)

【解释】

(1) 每人每天主营收入，用以衡量企业员工的创收能力。

(2) 人均每天费用，用以衡量公司费用控制水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



注：每人每天主营收入、人均每天费用=(经营费用+管理费用)/(员工数×365)、人均每天净利润单位为元，季报数据按上年公布职工人数计算。

提示：2005 年末公司所处行业平均人均每天主营收入：1 707 元(大幅劣于行业)；平均人均每天净利润：−104 元。

2005 年末 A 股平均人均每天主营收入：2 544 元；平均人均每天净利润：100 元。

附图 1.4

(3) 人均每天净利润，用以衡量企业员工的平均经营绩效。

(4) 员工数，是指正式、合同制职工之和。

(5) 管理人员数，是指企业中从事管理工作的人员。

(6) 技术人员数，是指从事专业技术工作的人员。

【计算】

$$每人每天主营收入 = \frac{主营收入}{(员工数 \times 365 天)}$$

$$人均每天费用 = \frac{(经营费用 + 管理费用)}{(员工数 \times 365 天)}$$

$$人均每天净利润 = \frac{净利润}{(员工数 \times 365 天)}$$

【说明】

附图 1.4 所要表述的是历年的人员变动情况，以及公司员工创收能力、公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司费用管理情况以及公司人员的构成。

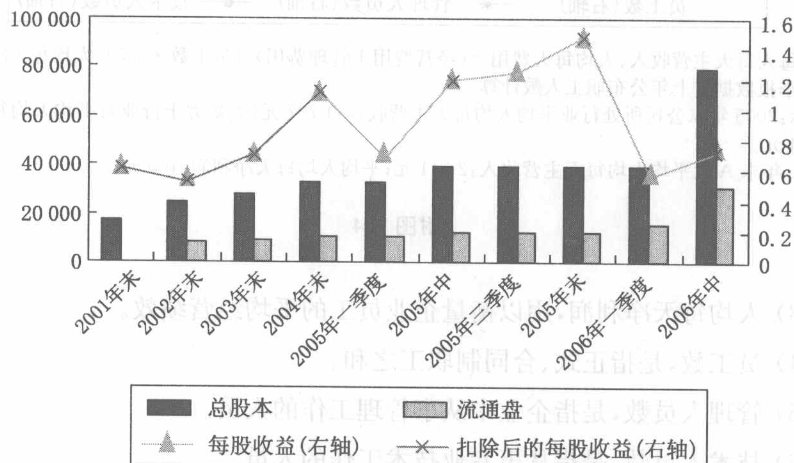
【提示】

人均指标是衡量企业管理水平的重要标尺。

公司的人员结构可以辅助分析公司的创新能力和管理水平。

5. 股本及每股收益

【示例】海油工程(600583)



注:总股本、流通股单位为万股,每股收益单位为元,每股收益季度值简单折算成年度值。
提示:2005 年末公司所处行业平均每股收益:0.24 元(大幅优于行业)。
2005 年末 A 股平均每股收益:0.21 元。

附图 1.5

【说明】

(1) 总股本是国家股、法人股、外资股、职工股、流通股、境外股、B 股等股票的总和。

(2) 流通盘,能够在二级市场上自由流动的股票数。

(3) 每股收益,税后利润与股本总数的比率。它是测定收益指标之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（4）扣除后的每股收益，指扣除非经常性损益后的每股收益。

【计算】

$$每股收益=\frac{税后利润}{总股本}$$

附图 1.5 所要表述的是公司的股本及每股收益的时间变化趋势。总股本和流通盘反映了该股票总盘子的大小以及流通盘占总股本的份额，每股收益则反映了公司股东的收益情况。

（若该上市公司同时发行 A、B 股，则图中的流通盘，分别对应为 A 股或 B 股的流通盘。）

【示例】海油工程(600583)

附表 1.4

变动日期	变动原因	变动前流通盘/总股本(万股)	变动后流通盘/总股本(万股)
2006-5-16	同时送股和公积金转增股本	15 713.28/39 600	31 426.56/79 200
2006-1-24	送股(股权分置)	12 672/39 600	15 713.28/39 600
2005-5-13	同时送股和公积金转增股本	10 560/33 000	12 672/39 600
2004-5-18	同时送股和公积金转增股本	8 800/27 500	10 560/33 000
2003-10-16	公积金转增股本	8 000/25 000	8 800/27 500
2002-2-5	发行新股	0/17 000	8 000/25 000
2001-6-30	其他		0/17 000

【说明】

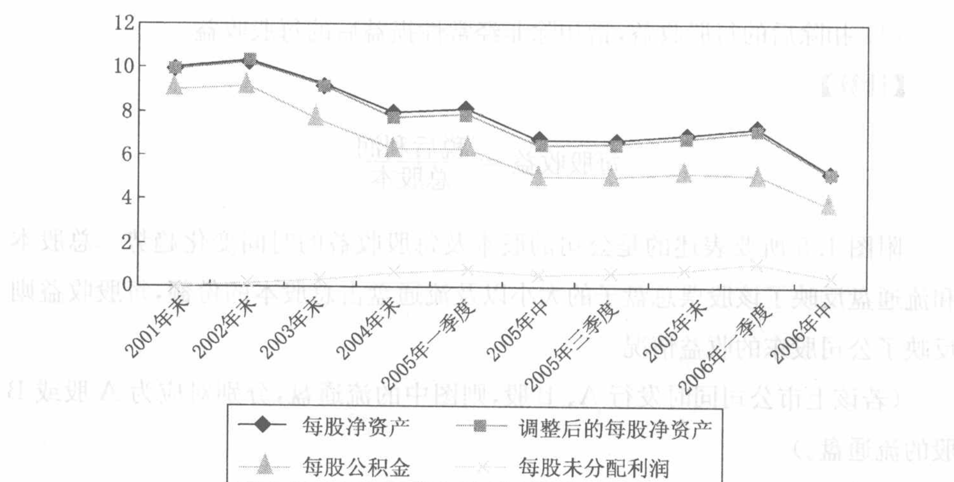
附表 1.4 中提示的是公司五年来股本变化情况。

6. 股本扩张力

【示例】用友软件(600588)

（1）每股净资产是衡量公司股票账面价值的重要指标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



注：每股公积金、每股净资产、每股未分配利润单位为元。

附图 1.6

(2) 调整后的每股净资产，是指剔除很难变现资产(三年以上的应收账款、待处理财产损失、待摊费用等)后的每股净资产。新会计准则中已不公布此项数据。

(3) 每股公积金，是指企业公积金(包括资本公积金、盈余公积金之和)与股本的比值，它是度量企业资本积累的重要指标。

(4) 每股未分配利润，是度量公司能够用于未来发放股利和扩大再生产能力的重要指标。

【计算】

$$每股净资产 = \frac{股东权益}{总股本}$$

调整后的每股净资产 =（年末股东权益－三年以上的应收账款－待摊费用－待处理(流动、固定）资产净损失－开办费－长期待摊费用)/年末股本总数

$$每股公积金 = \frac{(资本公积金 + 盈余公积金)}{总股本}$$

$$每股未分配利润 = \frac{未分配利润}{总股本}$$

【说明】

附图 1.6 所要表述的是，每股股票所拥有的净资产账面价值，每股公积金的含量以及公司未来盈余金和资本公积金转增股本能力的大小。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

【提示】

一般来说，调整后的每股净资产稍低于每股净资产，但如果调整后的每股净资产远远低于每股净资产的话，说明该公司的资产质量差，潜亏巨大，随时可能发生较大的账面亏损，投资者应提高警惕。

股本扩张力强并不等于公司必然实施送股或转增。

7. 三大股东

【示例】用友软件(600588)

附表 1.5

数据时间	前三名流通股东	股数（万股）	股比（%）	前三名非流通股东	股数（万股）	股比（%）
2006-6-30	交通银行—安顺证券基金	728.88	3.25	北京用友科技有限公司	6 037.2	26.88
2006-6-30	银丰证券投资基金	586.156 3	2.61	上海用友科技咨询有限公司	4 212	18.75
2006-6-30	中国银行—工银瑞信核心价值股票型证券投资基金	443.651 9	1.98	北京用友企业管理研究所有限公司	1 684.8	7.50
2006-3-31	银丰证券投资基金	331.874	1.92			
2006-3-31	中国农业银行—富国天瑞强势地区精选混合型开放式证券投资基金	280	1.62			
2006-3-31	中国人寿保险股份有限公司—分红—个人分红-005L-FH002沪	176.389 2	1.02			
2005-12-31	中国农业银行—富国天瑞强势地区精选混合型开放式证券投资基金	220	1.27	北京用友科技有限公司	6 480	37.50
2005-12-31	中国工商银行—银河银泰理财分红证券投资基金	143.826 3	0.83	上海用友科技咨询有限公司	3 240	18.75
2005-12-31	银丰证券投资基金	133.992 9	0.76	北京用友企业管理有限公司	1 296	7.50

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

【解释】

(1) 流通股东：持有流通股的投资者。

(2) 非流通股东：持有不可流通股(如国家股、法人股等)的投资者。

【说明】

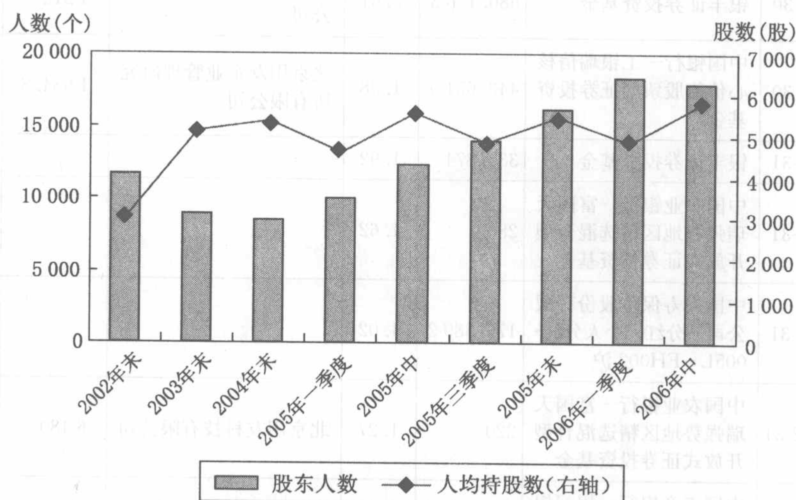
附表 1.5 所要表述的是，最近三个季度内流通股东与非流通股东的持股变化。从理论上来说，公司的经营绩效往往取决于第一大股东的管理能力。

【提示】

一般而言，前三大非流通股东主导上市公司经营，而前三大流通股东主导公司二级市场的波动。对多期的前三大股东变化情况跟踪，有助于分析上市公司经营及市场波动的变化。

8. 控盘状况

【示例】金晶科技(600586)



附图 1.7

【解释】

(1) 股东人数，是指持有公司股票的人数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(2) 人均持股数，是人均股东持有的股票数量，它是衡量公司控盘程度的重要指标。

【计算】

$$人均持股数 = \frac{流通股}{股东人数}$$

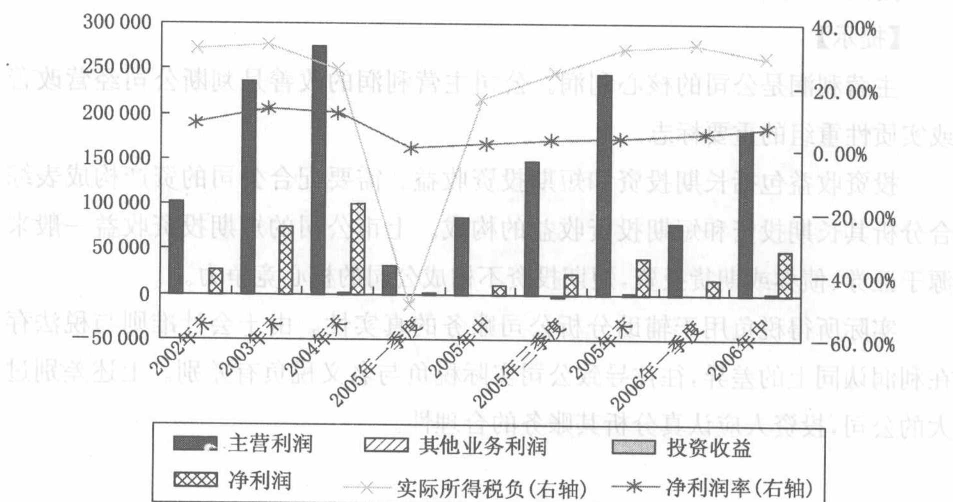
【说明】

附图 1.7 所要表述的是，股东人数与人均持股数之间的关系，从而分析出主力控盘的能力及筹码的集中度，判断股票的二级市场风险。

(若该上市公司同时发行 A、B 股，则图中的分别对应为 A 股或 B 股的股东人数。)

9. 利润构成

【示例】海螺水泥(600585)



注：主营利润、其他业务利润、投资收益、净利润单位为万元。

提示：2005 年末公司所处行业平均净利润：969 万元；平均实际所得税率：48%；平均净利润率：1%(大幅优于行业)。

2005 年末 A 股平均净利润：11 369 万元；平均实际所得税率：31%；平均净利润率：4%。

附图 1.8

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

【解释】

(1) 主营利润，是指公司主营业务所产生的利润，是公司利润的主要来源。

(2) 其他业务利润，是指公司其他业务所产生的利润，一般包括劳务收入、废品、原材料报废收益、处理收入等，是公司利润的辅助来源。

(3) 投资收益，是指企业投资行为给企业带来的收益。

(4) 净利润，是指企业收入剔除所有的成本、费用，加上其他业务利润、投资收益、营业外收益，扣除所得税之后的余额。

(5) 实际所得税负，是指公司销售收入实际所承担的税负。

(6) 净利润率，是指公司创造净利润的能力。

【计算】

$$实际所得税负 = \frac{所得税 - 所得税返还}{利润总额} \times 100\%$$

$$净利润率 = \frac{净利润}{主营业务收入} \times 100\%$$

【说明】

附图 1.8 是对公司利润质量的分析。

【提示】

主营利润是公司的核心利润。公司主营利润的改善是判断公司经营改善或实质性重组的重要标志。

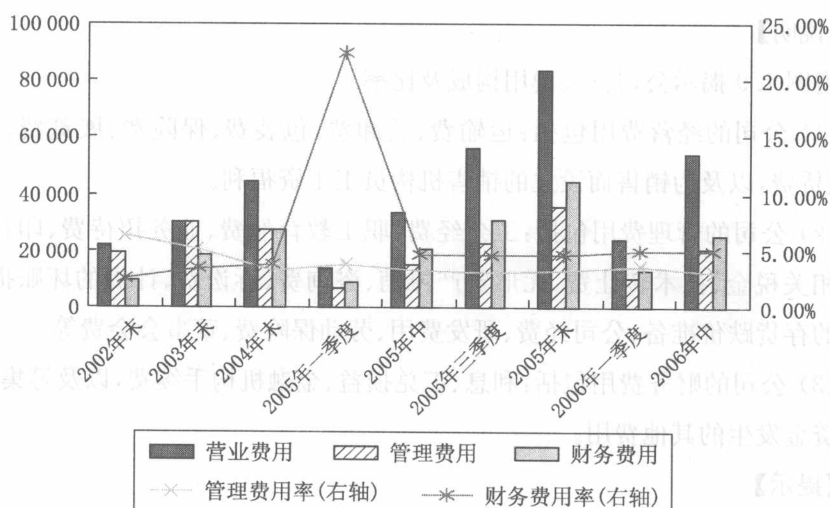
投资收益包括长期投资和短期投资收益。需要配合公司的资产构成表综合分析其长期投资和短期投资收益的构成。上市公司的短期投资收益一般来源于证券、债券或期货投资，短期投资不构成公司的核心竞争力。

实际所得税负用于辅助分析公司账务的真实性。由于会计准则与税法存在利润认同上的差异，往往导致公司实际税负与名义税负有差别。上述差别过大的公司，投资人应认真分析其账务的合理性。

10. 费用构成

【示例】海螺水泥(600585)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



注：营业费用、管理费用、财务费用单位为万元。管理费用率＝管理费用/(主营业务收入＋营业外收入＋补贴收入＋投资收益)；财务费用率＝财务费用/(短期借款＋应付票据＋一年内到期的长期负债＋长期负债)，财务费用率季度值简单折算成年度值。

提示：2005年末公司所处行业平均管理费用率：7%(大幅优于行业)；平均财务费用率：4%(基本与行业持平)。

2005年末A股平均管理费用率：5%；平均财务费用率：3%。

附图1.9

【解释】

(1) 营业费用，是指企业在销售产品、自制半成品和提供劳务的过程中发生的各项费用以及专设销售机构的各项经费。

(2) 管理费用，是指企业行政管理部门为管理和组织企业经营活动的各项费用。

(3) 财务费用，是指企业为筹集资金而发生的各项费用。

(4) 管理费用率，是指管理费用占企业全部收入的比重。

(5) 财务费用率，是指财务费用占企业全部应付息债务的比重。

【计算】

$$管理费用率 = \frac{管理费用}{主营业务收入 + 营业外收入 + 补贴收入 + 投资收益}$$

$$财务费用率 = \frac{财务费用}{短期借款 + 应付票据 + 一年内到期的长期负债 + 长期负债}$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

【说明】

附图 1.9 揭示公司三大费用构成及比率。

(1) 公司的经营费用包括:运输费、装卸费、包装费、保险费、展览费、广告费、租赁费,以及为销售而设立的销售机构员工工资福利。

(2) 公司的管理费用包括:工会经费、职工教育经费、业务招待费、印花税,以及相关税金、技术转让费、无形资产摊销、咨询费、诉讼费、计提的坏账损失、提取的存货跌价准备、公司经费、研发费用、劳动保险费、董事会会费等。

(3) 公司的财务费用包括:利息、汇兑损益、金融机构手续费,以及筹集生产经营资金发生的其他费用。

【提示】

公司的管理费用率与同行业其他公司的比较能够揭示公司的管理水平。

由于管理费用包含资产减值准备,部分账务重组公司往往利用管理费用调节利润(前一年大量计提后,次年冲回,以扭亏或者增加利润)。

公司的财务费用率一般围绕银行贷款利率波动。财务费用率过低或过高时,要分析公司的现金和债务构成,以确定公司账务的合理性。

公司的财务费用中包含汇兑损益,因此外债负担较重的公司其财务费用受汇率的影响较大。

11. 现金流状况

【示例】博汇纸业(600966)

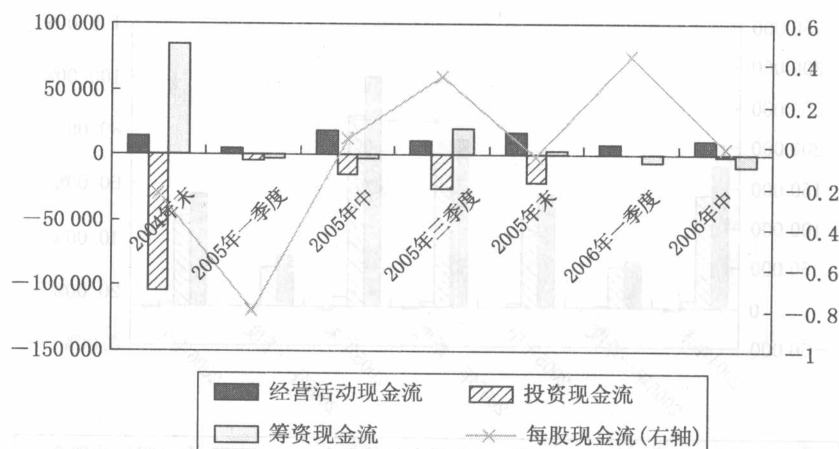
【解释】

(1) 经营活动现金流,是指企业经营活动(销售商品、购买材料、提供或者接收劳务)产生的现金流入、流出净值。

(2) 投资现金流,是指企业投资活动产生的现金流入、流出净值。

(3) 筹资现金流,是指企业筹资活动(发行股票、债券或者向银行借贷)产生的现金流入、流出净值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



注：经营活动现金流、投资现金流、筹资现金流单位为万元，每股现金流单位为元，每股现金流季度值简单折算成年度值。

提示：2005 年末公司所处行业平均经营活动现金流：12 929 万元。
2005 年末 A 股平均经营活动现金流：29 700 万元。

附图 1.10

（4）每股现金流，是指企业的现金流净额与企业总股本之间的比率，它是度量企业获取现金的能力。

【计算】

$$每股现金流量 = \frac{现金净流入}{总股本}$$

【说明】

附图 1.10 是对公司现金流构成的分析。

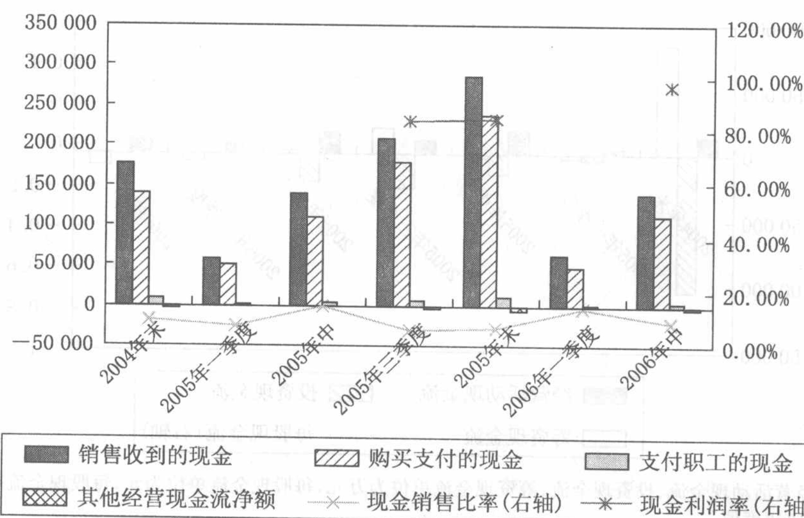
【提示】

“现金为王”已经成为重要的经营理念。投资人应格外注意现金流。没有现金流入的经营活动就意味着企业在不断地失血，直至死亡。

12. 经营现金流

【示例】博汇纸业(600966)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



注：单位为万元。现金销售比率＝经营现金流净额/主营业务收入，现金利润率＝经营现金流净额/营业利润。

附图 1.11

【解释】

(1) 销售收到的现金，是指企业销售商品、提供劳务所收到的现金。

(2) 购买支付的现金，是指企业购买商品、接受劳务所收到的现金。

(3) 支付职工的现金，是指支付给职工的工资、福利费以及为职工支付的现金。

(4) 其他经营现金流净额，是指企业其他经营活动的现金流量净额，它等于企业其他经营活动的现金净流入和现金净流出之差。

(5) 现金销售比率，是指每销售 1 元钱，产生的现金流入。

(6) 现金利润率，是指企业每 1 元钱的利润中有多少是以现金形式收到的。

【计算】

$$\text{现金销售比率} = \frac{\text{经营活动产生的现金流净额}}{\text{主营业务收入}} \times 100\%$$

$$\text{现金利润率} = \frac{\text{经营活动产生的现金流净额}}{\text{营业利润}} \times 100\%$$

【说明】

附图 1.11 所要表述的是，公司在经营活动中现金的流向，它表明了企业主要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的现金流量来源以及去向。其中，销售现金比率主要衡量企业销售收入的质量。

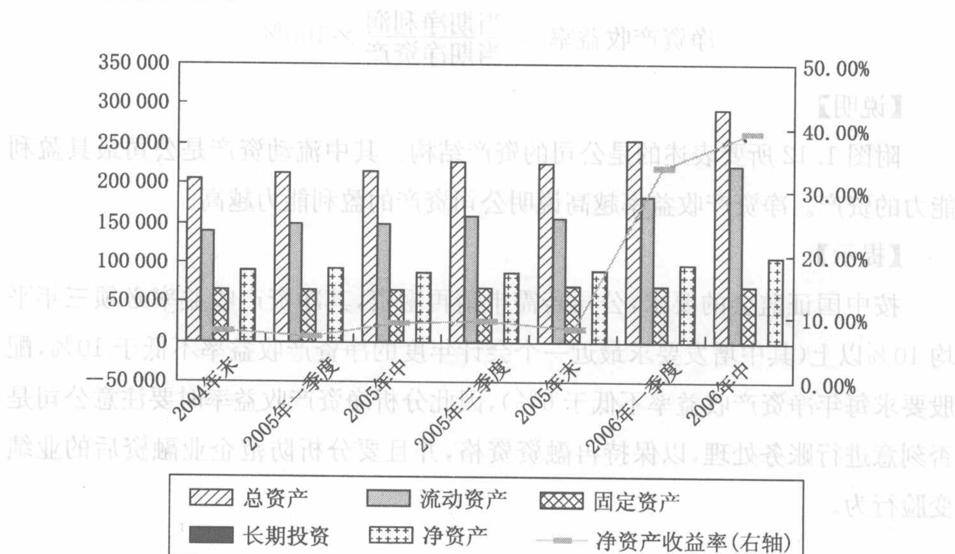
【提示】

经营活动现金流直接反映企业的经营质量，总现金流为正，但经营现金流持续为负的公司需要警惕其筹资渠道的崩溃。

支付职工的现金反映员工成本，通过与同行业其他公司的对比，直接提示公司员工成本的竞争力。

13. 资产状况

【示例】株冶火炬（600961）



注：总资产、流动资产、固定资产、长期投资、净资产单位为万元，净资产收益率季度值简单折算成年度值。

提示：2005 年末公司所处行业平均净资产收益率：13%（大幅劣于行业）。

2005 年末 A 股平均净资产收益率：7%。

附图 1.12

【解释】

（1）总资产，是指企业各项资产之和。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(2) 流动资产，是指企业在生产经营过程中短期置存的资产，是可在一年内或超过一年的一个营业周期内变现或者耗用的资产。

(3) 固定资产，是指使用期限在一年以上，单位价值在规定的标准(一般定义为 2 000 元以上)，并且在使用过程中能够保持实物形态的资产。

(4) 长期投资，是指投资期限在一年以上的投资，一般是 50%以下的股权投资。

(5) 净资产，是指企业总资产减去总负债之后的余额，是企业股东自己拥有的资产。

(6) 净资产收益率，是指企业净利润和净资产的比值，它是度量企业盈利能力的指标。

【计算】

$$净资产收益率 = \frac{当期净利润}{当期净资产} \times 100\%$$

【说明】

附图 1.12 所要表述的是公司的资产结构。其中流动资产是公司最具盈利能力的资产。净资产收益率越高说明公司资产的盈利能力越高。

【提示】

按中国证监会的要求，公司若需申请再融资，其净资产收益率必须三年平均 10%以上(其中增发要求最近一个会计年度的净资产收益率不低于 10%，配股要求每年净资产收益率不低于 6%)，因此分析净资产收益率时要注意公司是否刻意进行账务处理，以保持再融资资格，并且要分析防范企业融资后的业绩变脸行为。

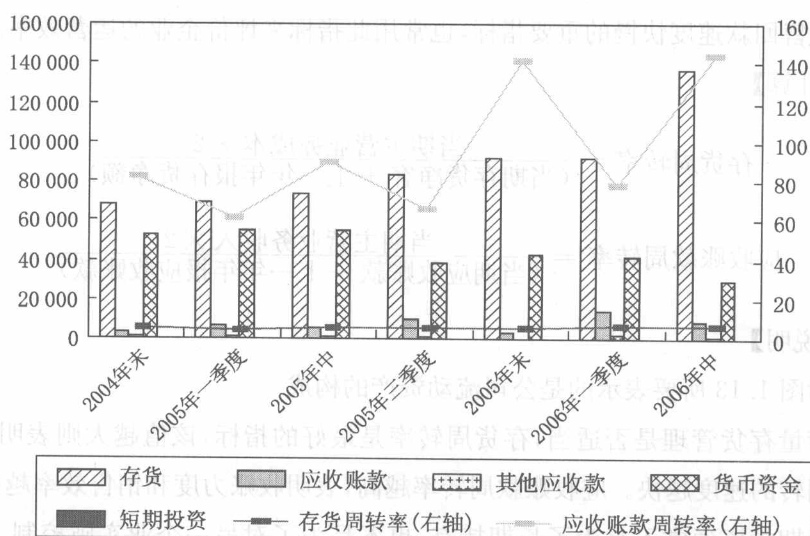
14. 流动资产

【示例】株冶火炬(600961)

【解释】

(1) 存货，是指企业在生产经营过程中为销售或耗用而储存的各种有形资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



注：存货、应收账款、其他应收款、货币资金、短期投资单位为万元，存货周转率、应收账款周转率季度值简单折算成年度值。

提示：2005 年末公司所处行业平均存货周转率：3.86（大幅优于行业）；平均应收账款周转率：18.88（大幅优于行业）。

2005 年末 A 股平均存货周转率：4.76；平均应收账款周转率：13.60。

附图 1.13

产，包括原材料、燃料、包装物、低值易耗品、在产品、产成品等。

(2) 应收账款，是指企业在正常的经营活动中因销售商品或提供劳务而应向购货单位收取的款项。

(3) 其他应收款，是指企业除应收票据、应收账款和预付账款以外的各种应收、暂付款项，是企业的一项短期债权。

(4) 货币资金，是指企业生产过程中处于货币形态的资产，包括现金、银行存款和其他货币资金等。

(5) 短期投资，是指随时准备变现并且持有时间不准备超过一年的投资，新会计准则中已没有这一科目。

(6) 存货周转率，是指企业销售成本与平均存货的比值，它是度量企业存货周转速度快慢的重要指标，也是对企业营运效率的重要评价指标。

(7) 应收账款周转率，是指企业销售收入和平均应收账款的比值，它是度量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业销售回款速度快慢的重要指标，也常用此指标来评价企业的运营效率。

【计算】

$$存货周转率 = \frac{当期主营业务成本 \times 2}{（当期存货净客 + 上一年年报存货净额）}$$

$$应收账款周转率 = \frac{当期主营业务收入 \times 2}{（当期应收账款 + 上一年年报应收账款）}$$

【说明】

附图1.13所要表示的是公司流动资产的构成。

衡量存货管理是否适当，存货周转率是最好的指标，该值越大则表明产品销售周转的速度越快。应收账款周转率越高，表明收账力度和销售效率越好。

短期投资通常不是为了长期持有，也不是为了对另一企业实施控制，或对另一企业施加重大影响等长期目的。虽然短期投资被定义为持有时间不准备超过一年的投资，但这是划分短期投资和长期投资的一般标准，而不是绝对的标准。只要是为存放剩余现金，以备营运所需的投资，即使是持有时间超过一年，也可以归为短期投资。新会计准则中短期投资已为交易性金融资产科目取代。

【提示】

流动资产是公司运营的生命线，也是最优质的资产。应收账款和存货的庞大，势必会加大公司的经营风险。若这样的情况有持续发展的迹象，投资者就应三思而后行。

其他应收账款是企业经营中的往来账项。管理较为完善的企业一般不存在较大的其他应收账款，尤其不应该发生存续多年的其他应收账款。但管理不善的企业往往利用其他应收账款或预付账款做资金调动、利润调配的文章，最后出现问题的风险较大。

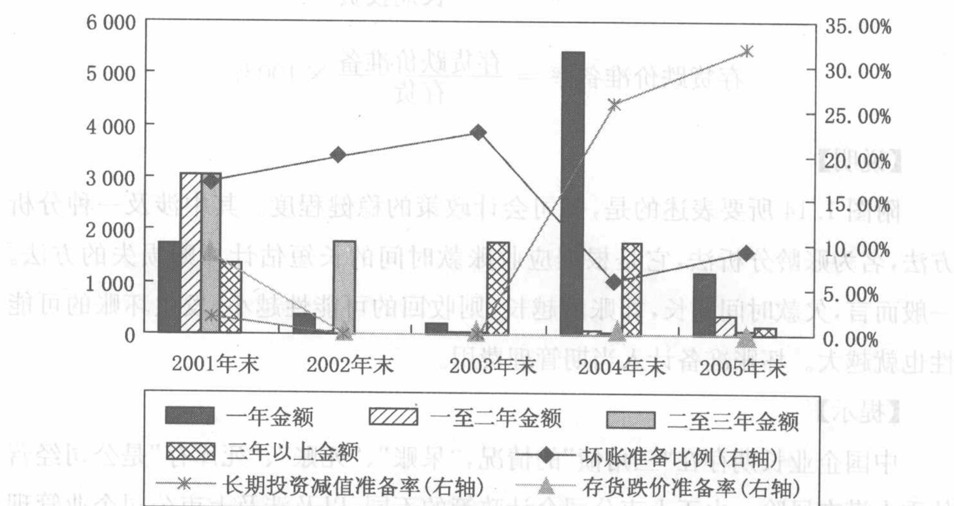
一般而言，上市公司的证券、期货、债券的投资都记入在短期投资中。分析公司短期投资有助于投资人了解公司参与高风险的资本市场运作情况。

此外，由于很多大型上市公司均有自身内部财务公司，财务公司的支付能力远低于银行，因此，货币资金中大量存放于自身内部财务公司的企业可能存在一定的风险。但目前上市公司均不披露该数据，因此需要投资人另加分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

15. 应收账款账龄

【示例】世贸股份(600823)



注:应收款单位为万元。

附图 1.14

【解释】

(1) 一年金额,是指一年以内的应收账款金额。

(2) 一至二年金额,是指一至二年之内的应收账款金额。

(3) 二至三年金额,是指二至三年之内的应收账款金额。

(4) 三年以上金额,是指三年以上的应收账款金额。

(5) 坏账准备比例,是指提取坏账准备(准备该笔账目以后无法收回)的比率,它是衡量会计政策稳健程度的重要指标。

(6) 长期投资减值准备率,是指企业计提长期投资减值准备的比率,它也常用来度量会计政策的稳健程度。

(7) 存货跌价准备率,是指企业存货跌价准备占存货总额的比率,也用来评

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价会计政策的稳健程度。

【计算】

$$坏账准备比例=\frac{坏账准备}{应收账款+其他应收款}\times 100\%$$

$$长期投资减值准备率=\frac{长期投资减值准备}{长期投资}\times 100\%$$

$$存货跌价准备率=\frac{存货跌价准备}{存货}\times 100\%$$

【说明】

附图 1.14 所要表述的是，公司会计政策的稳健程度。其中涉及一种分析方法，名为账龄分析法，它是根据应收账款时间的长短估计坏账损失的方法。一般而言，欠款时间越长，即账龄越长，则收回的可能性越小，发生坏账的可能性也就越大。坏账准备计入当期管理费用。

【提示】

中国企业长期存在“三角债”的情况，“呆账”、“死账”、“死库存”是公司经营的重大潜在风险。由于上市公司会计政策的不同，以及涉及上市公司企业管理人的内部考核因素，加上信息披露的不完善，投资人很难准确分析上市公司“一呆二死”的真实情况。但是从公司三年以上的报表数据变化中，可以获得这方面的相关信息。

公司管理层调整后，企业的“一呆二死”可能会充分暴露。

上市公司还可能通过调整会计政策，进行账面调整。

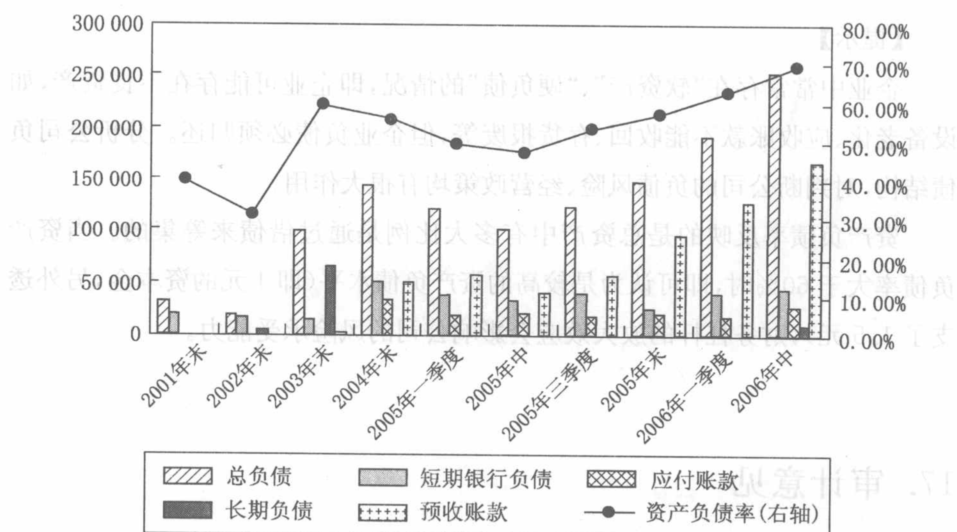
16. 负债状况

【示例】世贸股份(600823)

【解释】

(1) 总负债，是指企业所有负债总额。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



注：总负债、短期银行负债、应付账款、长期负债单位为万元，短期银行负债 = 短期借款+应付票据+一年到期长期负债。

提示：2005 年末公司所处行业平均资产负债率：61%。

2005 年末 A 股平均资产负债率：67%。

附图 1.15

(2) 短期银行负债，是指企业一年内到期的银行债务总额。

(3) 应付账款，是指企业在经营活动过程中因购买材料、商品等物资或接受劳务而发生的债务。

(4) 长期负债，是指偿还期限在一年或者一年以上的债务。

(5) 预收账款，是指企业按照合同规定，向购货方预先收取的定金或部分货款，这项负债以后要求用商品或者劳务偿还。

(6) 资产负债率，是指负债总额占资产总额的比率，它是度量企业偿债能力的一个重要指标。

【计算】

$$资产负债表 = \frac{负债总额}{资产总额} \times 100\%$$

【说明】

附图 1.15 揭示的是公司的负债水平和结构。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

【提示】

企业中常常存在"软资产"、"硬负债"的情况，即企业可能存在不良资产，如设备老化、应收账款不能收回、存货报废等，但企业负债必须归还。分析公司负债结构，对判断公司的负债风险、经营政策均有很大作用。

资产负债率反映的是总资产中有多大比例是通过借债来筹集的。当资产负债率大于60%时，即可认为是较高的资产负债水平(即1元的资本金，另外透支了1.5元)，财务杠杆的放大效应会影响公司的风险承受能力。

17. 审计意见

【示例】科龙(000921)

附表 1.6

截止时间	会计师事务所	审计意见
2005-12-31	深圳大华天诚会计师事务所	保留意见
2004-12-31	德勤华永会计师事务所	无保留意见
2004-12-31	中勤万信会计师事务所有限责任公司	无保留意见
2003-12-31	德勤华永会计师事务所有限公司	无保留意见
2002-12-31	德勤华永会计师事务所有限公司	保留意见
2001-12-31	安达信·华强会计师事务所	保留意见

【解释】

无保留意见是指注册会计师审查后确认，被审计单位采用的会计处理方法符合会计准则以及有关规定，会计报表反映的内容符合其实际情况，因而对被审计单位的会计报表表示无保留的满意。

保留意见是指注册会计师审查确认后，认为被审单位会计报表整体而言还是恰当的，但是存在个别重要财务会计事项的处理或者重要报表项目的编制不符合有关规定，或者个别重要会计方法不符合一贯性原则的情况，需要对影响事项提出保留意见，并表示对该意见负责。

否定意见是指被审单位的未调整事项、未确定事项、违反一贯性原则的事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

项对会计报表的影响程度已经超出了一定的范围，以至于其整体会计报表已经无法接受。

拒绝表示意见是指注册会计师在审计的过程中，由于审计范围受到限制，不能获取必要的审计证据，以至于无法对会计报表整体发表意见。

【说明】

附表1.6中的信息上市公司历年来财务年终审计意见的相关信息。

审计意见共分为四类：无保留意见、保留意见、否定意见和拒绝表示意见。

无保留意见说明被审单位的会计报表基本上没有什么问题。

保留意见说明被审单位会计报表存在一定的问题。

否定意见说明被审单位的会计报表问题严重，已经使得其失去价值。

拒绝意见说明被审单位的审计过程无法取证，无法证实会计报表的真实性、合法性和公允性。

18. 重要数据大幅变动提示

【示例】世贸股份(600823)

附表 1.7

指标	本期	上期	异动幅度(%)	指标	本期	上期	异动幅度(%)
主营收入(万元)	354 849.58	197 433.00	79.73	主营成本(万元)	260 051.87	146 894.98	77.03
每股收益(元)	0.38	0.16	137.50	每股未分配利润(元)	0.39	0.21	85.71
股东人数(人)	85 131	197 905	−56.98	平均股东资产(元)	8 880.43	3 820.01	132.47
人均每天主营收入(元)	4 741	2 638	79.72	人均每天管理经营费用(元)	916	445	105.84
人均每天净利润(元)	1 283	543	136.28	主营利润(万元)	93 910.42	50 167.00	87.20

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

指标	本期	上期	异动幅度(%)	指标	本期	上期	异动幅度(%)
其他业务利润(万元)	2 970.14	1 602.75	85.32	投资收益(万元)	70 049.85	24 543.19	185.4
净利润(万元)	96 043.77	40 628.42	136.40	净利润率	27.07	20.58	31.54
经营费用(万元)	6 314.33	2 429.34	159.92	管理费用(万元)	62 214.86	30 882.06	101.46
财务费用(万元)	−239.58	102.09	−334.68	财务费用率(%)	−0.58	0.22	−363.64
净资产收益率(%)	10.40	4.76	118.49	存货(万元)	88 041.84	51 056.38	72.44
其他应收款(万元)	19 210.26	11 255.37	70.68	货币资金(万元)	133 575.38	98 277.12	35.92
短期投资(万元)	83 313.36	149 309.49	−44.20	应收账款周转率(%)	9.02	6.20	45.48
总负债(万元)	251 340.62	178 455.15	40.84	应付账款(万元)	63 482.01	46 653.72	36.07
预收账款(万元)	2 217.28	1 334.42	66.16	投资现金流(万元)	13 279.28	−98 235.74	从负到正
筹资现金流(万元)	−103 022.38	−63 344.39	−62.64	每股现金流(元)	−0.22	−0.52	57.69

【说明】

附表1.7中的数据是与上年同期相比变动幅度在30%以上的指标，它能提示投资人作出重点分析。

【提示】

大幅变动超过±100%的指标用红色提示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

19. 公司重要事件

附表 1.8

披露时间	事项	涉及企业	涉及金额(万元)	内 容
2006-8-17	股权转让	北京中兴瑞泰投资发展有限公司	14 400	大股东变更
2005-9-16	收购兼并	昆山天盛伟业建设开发有限公司	1 680	非关联交易
2004-8-25	股权转让	上海市黄浦区国有资产管理办公室	0	大股东变更
2004-6-12	出售资产	Double AchIeve Asets Limite	0	关联交易
2004-1-16	资产置换	上海世茂建设有限公司	0	关联交易

注：披露时间均为第一披露时间，涉及金额单位为万元。

【说明】

表中的信息提示公司三年来经营活动中的重大事件。

【提示】

投资者应特别关注公司的关联交易信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录二　基本面季度跟踪分析指标图解

以下图解实例说明基本面季度跟踪分析的内容、指标计算及使用方法（文中所选示例来源于不同公司，不构成对任何公司的评论意见）。

【提示】

附表 2.1

分析对象	内　容	提　示
经营要素分析	1. 公司概况 2. 业务构成及毛利率季度分析 3. 季度主营收入及成本分析	了解公司不同季度周期性波动及经营稳定性。
二级市场要素分析	4. 股本及季度每股净收益分析 5. 最近季度分配方案 6. 近期融资方案 7. 控盘状况分析	剖析公司的二级市场上的波动因素，从而帮助规避投资风险。
运营质量分析	8. 季度运营利润分析 9. 非主营利润分析 10. 季度运营费用分析 11. 支付给职工的费用分析 12. 季度税负分析 13. 资产负债变化净额分析 14. 季度折旧分析 15. 现金流季度变化净额分析	分析公司盈利质量以及管理质量，辨别经营利润中的实质因素及水分因素。分析公司的成本风险及竞争力。辨别利用会计政策调整做文章的公司。
重要数据提示	16. 重要数据大幅变动提示 17. 董事长、总经理变动提示	帮助警示风险，并提供深入分析的线索。

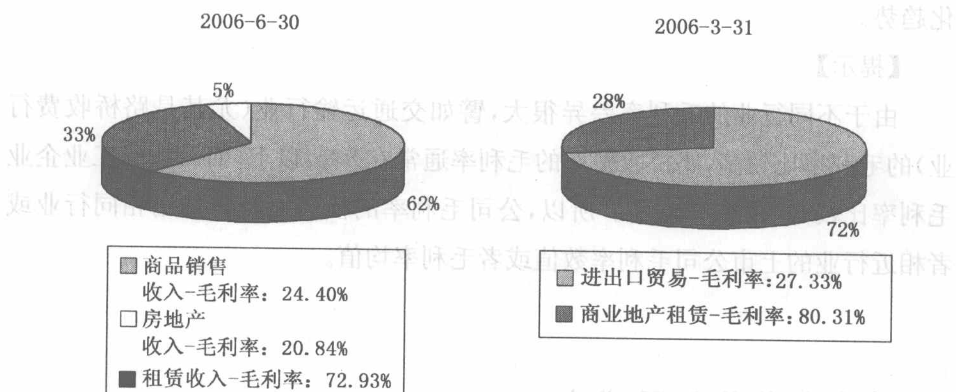
1. 公司概况

（同附录一）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 业务构成及毛利率季度变化

【示例】物华股份(600247)



附图 2.1　　附图 2.2

【解释】

业务构成是指上市公司主营业务的种类及其各项主营业务收入占总体业务收入的比重。

毛利率是指主营业务收入扣除主营业务成本后的余额与主营业收入的比率。它是衡量企业产品或者某类业务盈利能力的重要指标，毛利率越高，企业盈利能力就越强。

【计算】

$$毛利率=\frac{销售收入-销售成本}{销售收入}\times 100\%$$

$$各项业务毛利率=\frac{各项业务收入-各项业务成本}{各项业务收入}\times 100\%$$

【说明】

业务构成主要衡量上市公司的经营业务基本面，可以通过它来分析上市公司的主营业务是否突出，是否存在“主业偏废”的情况。

毛利率是衡量企业产品盈利能力的重要指标，它是企业持久盈利的根

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

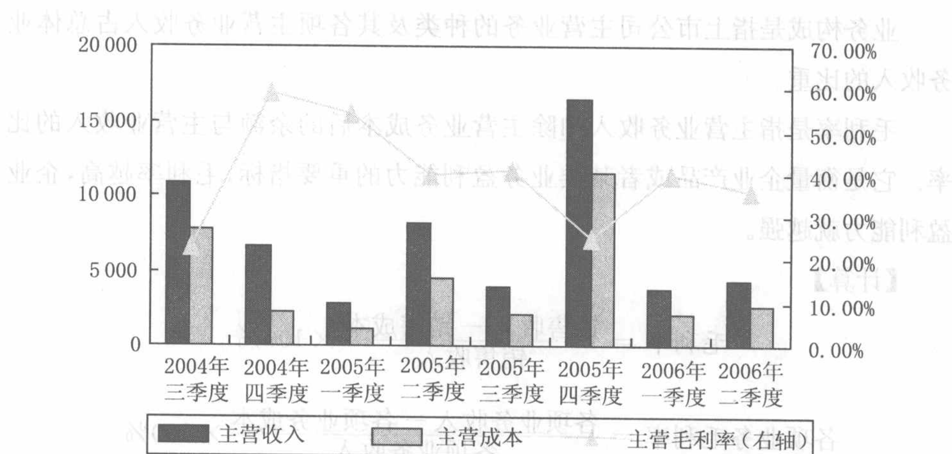
源。通过对企业毛利率的分析，可以发现企业的整体盈利水平和盈利能力；通过各项业务毛利率的比较，则可以发现企业的主要盈利项目和次要盈利项目，从而帮助投资者有效判断经济环境、企业战略变化对公司的影响；而且，各项业务毛利率的变化可以帮助投资者判断企业经营业务的相对优劣和变化趋势。

【提示】

由于不同行业的毛利率差异很大，譬如交通运输行业（尤其是路桥收费行业）的毛利率比较高，路桥收费业的毛利率通常在80%以上，而一般的工业企业毛利率比较低，在20%左右。所以，公司毛利率的横向比较宜选用相同行业或者相近行业的上市公司毛利率数值或者毛利率均值。

3. 季度主营收入及成本

【示例】物华股份(600247)



注：季度主营业务收入、季度主营业务成本单位为万元。

附图 2.3

【解释】

季度主营业务收入是指该季度内企业主营业务所形成的收入，它是企业收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入的主要来源，往往用来核算企业销售商品和提供劳务等发生的收入。

季度主营业务成本是指该季度内企业主营业务所发生的成本，它用来核算企业销售商品、自制半成品以及提供劳务等发生的成本。

季度主营业务毛利率是指企业该季度内主营业务收入扣除季度主营业务成本后的余额与季度主营业收入的比率，人们往往用季度主营业务毛利率的波动来衡量企业短期盈利能力的变化。

【计算】

$$主营业务毛利率 = \frac{主营业务利润}{主营业务收入} \times 100\%$$

【说明】

季度主营业务收入及成本反映了公司本季度最基本的经营成果。通过对它的比较分析，可以看出公司目前的市场状况、成本状况以及经营绩效。主营收入是企业盈利的根本，主营成本是对主营收入的支撑。主营业务毛利率通常用来衡量企业的持久盈利能力。它与行业平均毛利率的比较，通常被用来评价公司相对盈利能力的高低。毛利率季度变化则反映了公司季度盈利水平的差异。

【提示】

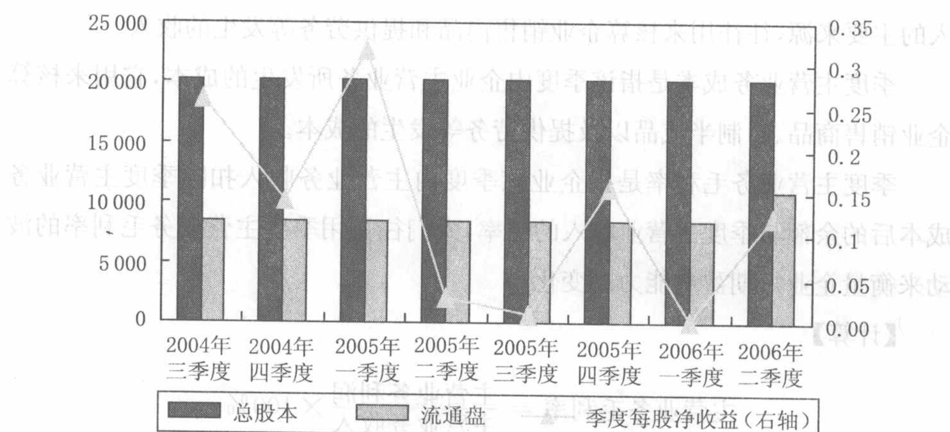
主营业务毛利率是衡量企业的盈利能力的一项重要指标，它的高低直接决定了企业的持久盈利能力的大小，而它的合理性往往可以作为判别公司财务报表的真实性的重要依据。主营业务毛利率奇高或者大幅度波动往往意味着公司的财务数据可能存在某些"猫腻"。

季度主营收入的变化可以反映出企业经营的"小周期"，图例企业没有明显的小季度周期。

4. 股本及季度每股净收益

【示例】山西焦化(600740)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



注：总股本、流通股单位为万股，季度每股净收益单位为元。

附图 2.4

股本变动情况见附表 2.2。

附表 2.2

变动日期	变动原因	变动前流通盘/总股本(万)	变动后流通盘/总股本(万)
2006-5-10	股权分置	8 450/20 285	10 985/20 285

【解释】

季度每股净收益，是指企业本季度内净利润和总股本的比值。

【计算】

$$季度每股净收益=\frac{季度净利润}{总股本}$$

【说明】

公司季度每股净收益是公司本季度的最终经营成果的直接体现，也是衡量公司盈利能力的重要指标。它直接揭示了公司本季度的盈利状况，同时还可以估算出公司本年度的经营成果。公司季度每股净收益的变化，如果撇开经营中旺季、淡季等经营季节性影响，它能够反映出公司盈利水平和盈利能力的变化。

【提示】

公司每股净收益指标的使用需要考虑宏观经济环境的影响，尤其是在纵向

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比较中更是如此。譬如，2003 年度钢铁、汽车、石化行业整体复苏，那么单纯比较公司 2003 年度的季度净收益和以前年度的季度净收益，并不能说明全部问题，尚需结合行业情况。

5. 最近季度分配方案

【示例】山西焦化(600740)

附表 2.3

公告日期	分 配 方 案	方案类别	股权登记日
2006-08-08	不分配	董事会预案	
2006-05-16	普通股每 10 股派现金 1 元	实施方案	2006-5-19
2006-04-28	普通股每 10 股送红股 3 股	实施方案	2006-4-13
2005-08-15	不分配	董事会预案	
2005-04-14	普通股每 10 股派现金 2 元	实施方案	2005-4-19
2004-08-10	不分配	董事会预案	
2004-05-18	普通股每 10 股派现金 4 元	实施方案	2004-5-21

【解释】

分配方案是指企业的股利分配政策。常见的股利分配政策包括现金股利、股票股利、财产股利、负债股利和清算股利。在我国，主要采用现金股利和股票股利的形式。

【说明】

公司最近季度分配方案主要是指公司的股利政策，即是否有股利分配以及什么样的股利政策。股利分配方案一方面反映了公司的实力(包括股利分配能力)，另一方面也会影响投资者对公司的价值判断和理性预期，从而可能影响公司股价。

【提示】

从理论上来讲，公司股利是投资者收益的一部分，因而股利的多少直接会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

影响到投资者的收益。然而，从股利的本质上来看，无论是现金股利还是股票股利，都存在“除权”、“除息”现象，所以本质上股利本身并不会影响投资者的收益，这一理论又称之为“股利无关论”。

尤其是在我国，由于“投机行为”远远多于“投资行为”，股利在投资者收益中所占的比重就更小，投资者对其关注程度更低。

6. 近期融资方案

【示例】山西焦化(600740)

附表 2.4

公告日期	融　资　方　案	方案类别	股权登记日
2000-11-30	普通股每 10 股配 3 股，A 股配股价 8.5 元，A 股配股缴款开始日 2000-12-14	实施方案	2000-12-13

【解释】

融资方案是指企业拟融通资金的金额和途径。常见的融资途径包括股票融资、债券融资、关联方融资和银行借款融资。

【说明】

近期融资主要是指公司最近的融资计划和融资安排。常见的融资途径包括股票融资、债券融资、关联方融资和银行借款融资。

【提示】

在分析融资方案时，投资人要注意融资方案中是董事会预案、股东会通过还是实施方案。

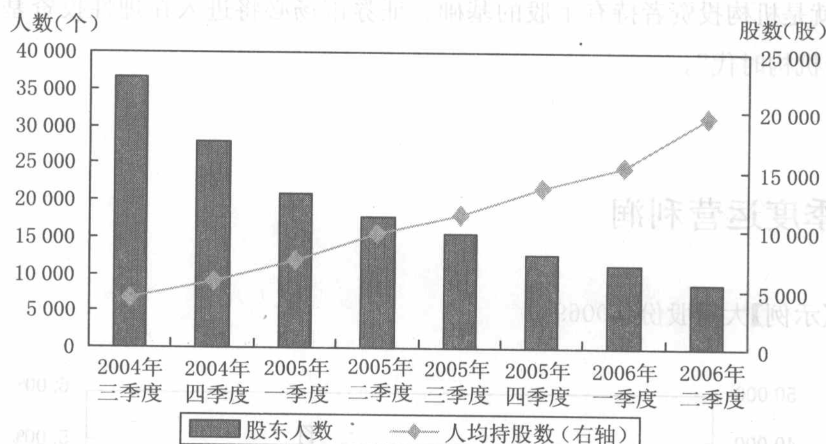
一般情况下，融资方案在强势市场中并不构成“利空”，由于增发、配股等融资方案存在价差以及除权后的“填权效应”，因而可能成为利好因素，而在弱势市场中被普遍反映为“利空”。

如果公司近期存在大量的融资现象，同时又没有重大项目上马，很有可能就意味着公司存在利用股市“圈钱”的动机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7. 控盘状况

【示例】大商股份(600694)



附图 2.5

【解释】

股东人数是指持有公司股票的人数。

人均持股数是指公司流通股股本和股东人数的比值，也就是人均股东持有的股票数量，它是衡量公司控盘程度的重要指标。

【计算】

$$人均持股数=\frac{流通股本}{股本人数}$$

【说明】

控盘状况主要反映企业股票持有的集中程度。股东人数越少，说明公司股票持有越集中，主力控盘程度越高。

【提示】

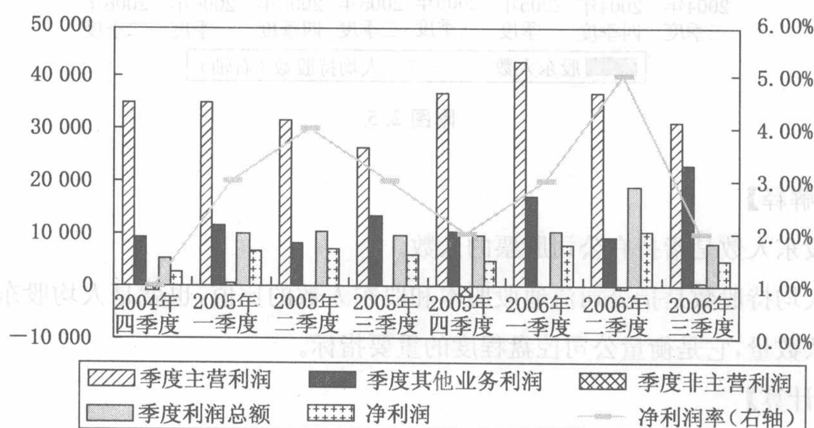
人均持股数是一项重要的二级市场指标，它反映了筹码的集中程度。在跟

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

庄盈利模式主导的时代，投资人寻求高度集中的股票以期获利，其主要的精神支柱就是"庄家还在，我怕什么"。经过 2001—2005 年的大调整，大部分投资人都已经闻庄色变。在理性投资的年代，机构投资者寻求的是有成长潜力及业绩支撑的蓝筹股票。可能一个股票中有多个机构投资者，该股票的市场走势就取决于这些机构投资者的博弈，对个股深度经营信息的挖掘以及对风险和价值的判断就是机构投资者持有个股的基础。证券市场必将进入在理性投资基础上的"新机构时代"。

8. 季度运营利润

【示例】大商股份(600694)



注:季度主营利润、季度其他业务利润、季度非主营利润、季度利润总额、季度净利润单位为万元。

附图 2.6

【解释】

季度主营利润是指本季度公司主营业务产生的利润，是公司利润的主要来源。它等于公司季度主营业务收入减去主营业务成本、主营业务税金及附加之后的余额。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

季度其他业务利润是指本季度公司其他业务产生的利润。新会计准则中已取消此项科目。

季度利润总额是指本季度公司主营业务利润、其他业务利润和营业外收支总和。它是衡量公司本季度创造的总利润。

季度净利润是指季度利润总额减去季度所得税之后的净额。

季度净利润率是指公司季度净利润和季度销售收入的比值。它是衡量公司本季度每销售 1 元钱，能够为公司带来多少净利润。

【计算】

$$季度主营利润 = 季度主营业务收入 - 季度主营业务成本 - 季度主营业务税金及附加$$

$$季度其他业务利润 = 季度其他业务收入 - 季度其他业务成本$$

$$季度利润总额 = 季度主营业务利润 + 季度其他业务利润 + 季度营业外收支$$

$$季度净利润 = 季度利润总额 - 季度所得税$$

$$季度净利润率 = \frac{季度净利润}{季度主营业务收入}$$

【说明】

季度运营利润主要反映公司本季经营产生的利润，它是衡量公司季度经营成果的主要指标。季度利润构成分析可以看出公司季度利润的来源和构成，是主营所得占主导地位还是偶然因素所得占据大头。非主营利润占比主要分析了公司季度非主营利润占总利润的比重，它是衡量公司盈利是否具有可持续性的重要指标。目前的上市公司中除了上海汽车等少数几家公司的非主营收益(主要是长期股权投资)具有较为稳定的收益外，大部分公司非主营利润稳定性较差。非主营利润占比越高，说明了公司运营利润的偶然性越大。

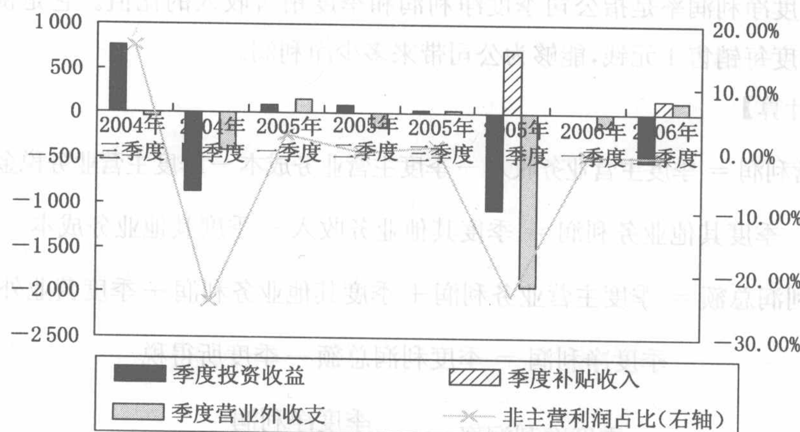
【提示】

主营利润反映了公司的经营成果，也在一定程度上反映了公司盈利能力的持久性。公司主营利润比重的高低，直接反映了公司盈利质量的好坏，它是衡量公司盈利质量的重要指标。季度净利润率也在一定程度上反映了企业的整体盈利水平和整体盈利能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9. 非主营利润

【示例】大商股份(600694)



注：季度投资收益、季度补贴收入、季度营业外收支单位为万元，非主营利润占比＝(季度投资收益＋季度补贴收入＋季度营业外收支)/季度利润总额。

附图 2.7

【解释】

季度投资收益是指本季度企业投资活动给企业带来的收益，包括长期投资收益及短期投资收益。

季度补贴收入是指本季度企业获得的政府补贴收入。

季度营业外收支是指本季度企业营业外收入减去本季度营业外支出的净额。其中，营业外收入是用来核算与本企业生产经营无直接关系的各项收入，它包括固定资产盘盈、固定资产清理收入、收到的罚金、违约金、无法支付的应付款项以及教育附加返还款等。营业外支出是用来核算与企业生产经营无直接关系的各项支出，如固定资产盘亏、处置固定资产净损失、出售无形资产损失、债务重组损失、计提的固定资产、无形资产、在建工程减值准备、罚款支出、捐赠支出以及非常损失等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

非主营利润占比是指本季度企业的非主营业务利润占本季度总利润的比重。

【计算】

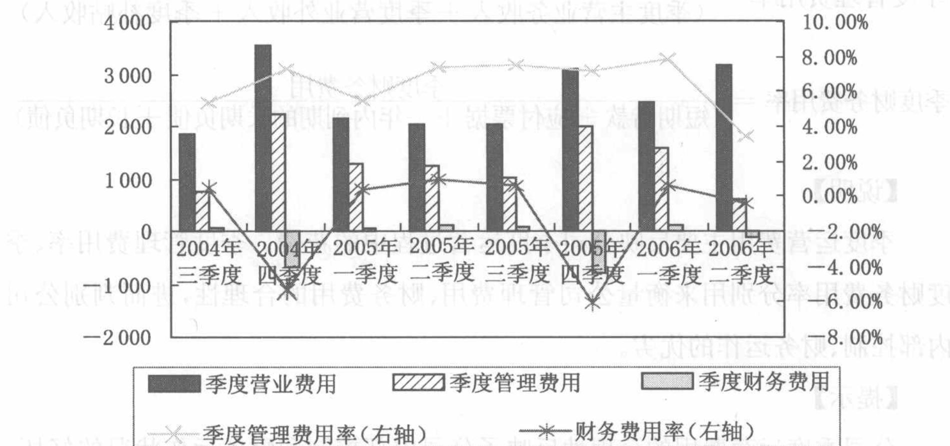
$$非主营利润占比=\frac{本季度非主营利润}{本季度总利润}=\frac{季度投资收益+季度补贴收入+季度营业外收支}{本季度总利润}$$

【说明】

季度投资收益、季度补贴收入、季度营业外收支均属于非主营业务收入的范畴，也就是说该类收益不存在可持续性。因此，非主营利润比重越高，说明公司盈利质量越差。

10. 季度运营费用

【示例】沱牌曲酒(600702)



注：季度营业费用、季度管理费用、季度财务费用单位为万元。季度管理费用率＝季度管理费用/(季度主营业务收入＋季度营业外收入＋季度补贴收入)；季度财务费用率＝季度财务费用/(短期借款＋应付票据＋一年内到期的长期负债＋长期负债)的季度首期与季度末期的平均值。

附图 2.8

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

【解释】

季度营业费用是指企业本季度发生的营业费用，它用来核算在购进和销售过程中发生的运输费、包装费、广告费等。

季度管理费用是指企业本季度发生的管理费用，它用来核算董事会和企业行政管理部门为组织、经营管理活动而发生的各项经费，包括管理人员的工资、业务招待费等等。

季度财务费用是指企业本季度发生的财务费用，它用来核算企业为了筹集经营所需要的资金等而发生的费用，包括利息支出、汇兑损失以及相关的手续费等。

季度管理费用率是指企业季度管理费用和季度营业收入的比值，它往往用来衡量企业发生的管理费用是否合理。

季度财务费用率是指企业季度财务费用与企业季度付息债务的比值，它往往用来衡量企业发生的财务费用是否合理。

【计算】

$$季度管理费用率=\frac{季度管理费用}{（季度主营业务收入+季度营业外收入+季度补贴收入）}$$

$$季度财务费用率=\frac{季度财务费用}{（短期借款+应付票据+一年内到期的长期负债+长期负债）}$$

【说明】

季度运营费用主要反映公司季度运营过程中的花费。季度管理费用率、季度财务费用率分别用来衡量公司管理费用、财务费用的合理性，进而判别公司内部控制、财务运作的优劣。

【提示】

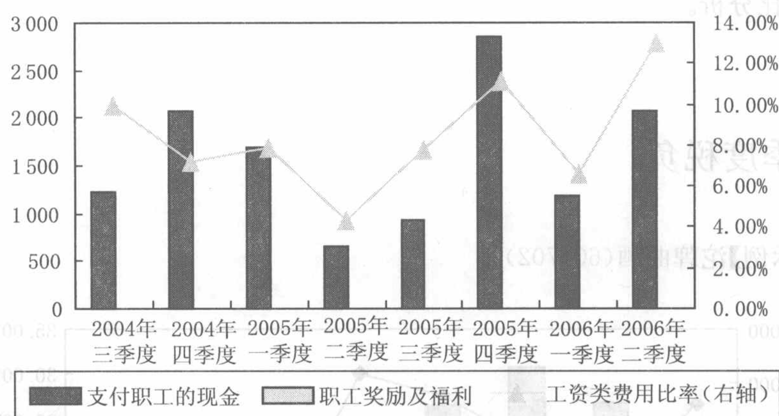
公司季度运营费用的合理性反映了公司内部控制和财务运作状况的好坏，进而影响到公司的运营效率和经营绩效。

具有明显季度运营周期性的企业从其季度的费用变化趋势上也可判断公司的运营周期规律。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

11. 支付给职工的费用

【示例】沱牌曲酒(600702)



注：支付职工的现金、职工奖励及福利单位为万元。工资类费用比率＝支付给职工及为职工支付的现金季度净值/(主营业务成本＋季度营业费用＋季度管理费用)。

附图 2.9

【解释】

支付给职工的现金是指本季度支付给企业职工的现金支出，主要包括支付给职工的工资。

职工奖励及福利是指本季度为职工福利以及奖励方面所支出的资金。

工资类费用比率是指企业的工资类的费用占公司运营成本(主营业务成本＋季度营业费用＋季度管理费用)之比。

【计算】

$$工资类费用比率 = \frac{支付给职工以及为职工支付的现金季度净值}{主营业务成本 + 季度营业费用 + 季度管理费用}$$

【说明】

工资类费用比率主要用来衡量企业人力成本支出的合理性和对人力资源

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

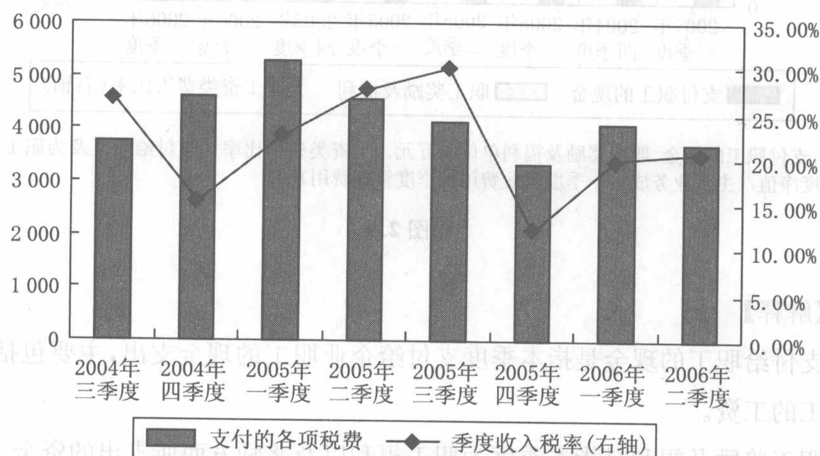
的重视程度。它在一定程度上能够体现公司的员工的积极性和创造力。

【提示】

工资类费用比率反映了员工成本占总运营成本的比重，不同行业的员工费用比率呈现明显的差异，服务业、高科技产业员工费用比率明显高于制造业。因此要确定一个企业是否具有相对的员工成本优势，要对其行业内的各个公司进行对比分析。

12. 季度税负

【示例】沱牌曲酒(600702)



注：支付的各项税费单位为万元。季度收入税率=支付的各项税费/季度主营业务收入。

附图 2.10

【解释】

支付的各项税费是指本季度企业支付的营业税、增值税、所得税等税费的总和。

季度收入税率是指企业本季度支付的各项税收和季度主营业务收入的比值，它往往用来衡量企业税负是否合理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

【计算】

$$季度收入税率=\frac{季度支付的各项税费}{季度主营业务收入}$$

【说明】

季度税负主要用来衡量公司季度税收负担是否合理，是否存在重大偏差。过高或者过低的税收负担，一方面说明了公司在税收成本方面的优劣势，另一方面，其可能的解释就是公司存在虚构业务，或者说公司财务报告存在虚假的可能性。

【提示】

季度税负的合理与否，也是衡量一个公司的财务报告真实性的重要判别标准，要注意公司不同时间的税负是否稳定，是否有大的波动，其波动原因是否由于公司的税收政策发生变化。

由于国内复杂的税收体制及各地区不规范的税费减免政策，不同行业甚至同一行业、不同地区的企业以及同一地区不同性质的企业（中央企业还是地方企业，国有企业还是民营企业）其税负差异很大。通常来讲，民营企业的税负要高于国有企业，中央企业的税负要高于地方企业。商业高于工业，工业高于农业。而对于不同的行业，也并非高科技行业的税负比较低。

13. 资产负债季度变化净额

【示例】中海发展（600026）

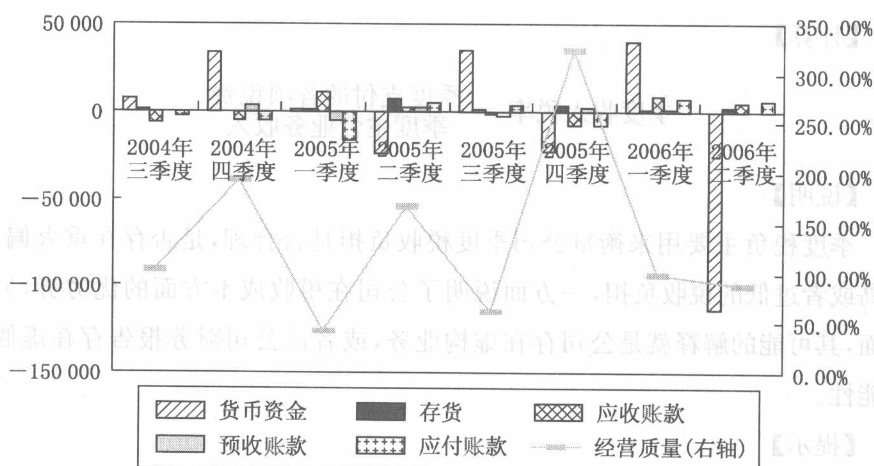
【解释】

季度货币资金变化是指季度期末货币资金与季度期初货币资金的差额，它反映了本季度货币资金的增减变动情况。

季度存货变化是指季度期末存货与季度期初存货的差额，它反映了本季度存货的增减变动。

季度应收账款变化是指季度期末应收账款与季度期初应收账款的差额，它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



注：货币资金、存货、应收账款、预收账款、应付账款等季度变化，单位为万元。

附图 2.11

反映了本季度应收账款的增减变动，它的变化往往是企业信用政策和收款力度的综合体现。

季度预收账款变化是指季度期末预收账款与季度期初预收账款的差额，它反映了本季度预收账款的增减变动，它的变化反映了企业的市场状况的好坏。

季度应付账款变化净额是指季度期末应付账款与季度期初应付账款的差额，它反映了本季度企业应付账款的增减变动，它的变化反映了企业支付能力的大小。

经营质量主要是通过企业的应收账款和应付账款的变化来判断企业的经营管理过程的优劣以及企业产品市场前景的好坏。

【计算】

季度货币资金变化 = 本季度期末货币资金 − 本季度期初货币资金；

季度存货变化 = 本季度期末存货 − 本季度期初存货；

季度应收账款变化 = 本季度期末应收账款 − 本季度期初应收账款；

季度预收账款变化 = 本季度期末预收账款 − 本季度期初预收账款；

季度应付账款变化 = 本季度期末应付账款 − 本季度期初应付账款；

经营质量 =（本期应收账款 / 上期应收账款 + 本期预收账款 / 上期预收账

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

款)/2。

【说明】

资产、负债的季度变化折射出企业经营质量的变化。其原理就是，企业在景气时，历史存货一般会被消化，而应收账款会减少，预付账款会增加，整个经营质量会提高；反之，当企业经营质量不高时，就会出现应收账款增加，预付账款减少的局面。通常分项资产、负债的季度波动不会太大，过大的波动很可能就说明公司经营中存在比较重要的转变，甚至已经出现转折信号。

【提示】

分项资产的重大变化，尤其是存货和应收账款的重大变化，很有可能是由于企业经营管理上的重大变化导致的，需要引起投资者的高度重视，其中如果行业中的公司普遍出现应收账款减少，或预收账款增加，表明行业的复苏及景气度的提高。分项负债的重大变化，尤其是预收账款的重大变化，往往折射出企业产品的市场欢迎度和竞争力。

房地产行业的存货(土地)体现企业发展后劲，原材料性企业(如有色金属等)如果产品价格上涨，存货较多可能享受到的涨价效益也较大，价格下跌则反之。一般行业如果存货持续增加，都可能反映公司市场销售的困难。

14. 季度折旧

【示例】中海发展(600026)

【解释】

季度折旧净额是指本季度企业固定资产计提折旧的总额。

季度折旧率是指企业本季度计提折旧与季度末企业固定资产原值的比值。

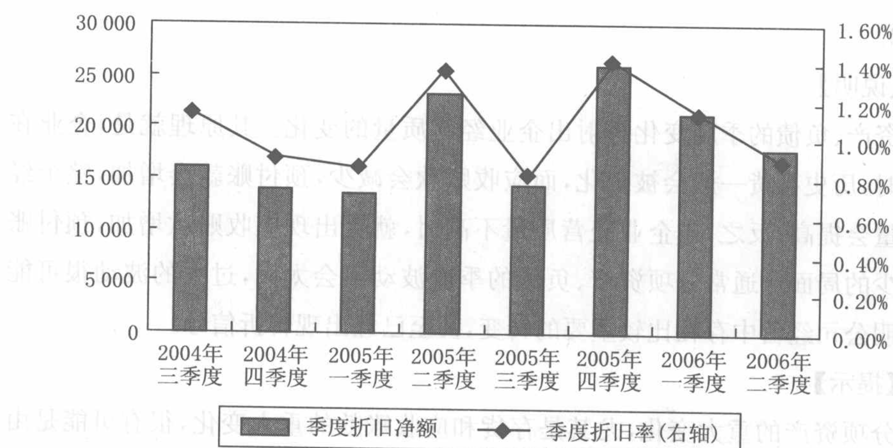
【计算】

$$季度折旧率 = \frac{季度折旧净额}{季度末企业固定资产原值}$$

【说明】

季度折旧主要度量本季度公司计提的折旧总额。在新会计准则中，该科目

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



注：季度折旧净额单位为万元，季度折旧率＝季度折旧净额/固定资产原值。

附图 2.12

已不披露。季度折旧率主要度量公司折旧计提的合理性。巨幅波动的季度折旧率可能会意味着企业存在利用折旧调高或者调低利润的可能性，但要排除该公司是否在本季度内有重大的收购或处置资产的行为。购并资产将导致本季度折旧率上升，而处置资产将导致本季度折旧率下降。

【提示】

稳定的季度折旧率是衡量一个公司资产质量和财务报表真实性的一个重要标准。

15. 现金流季度变化净额

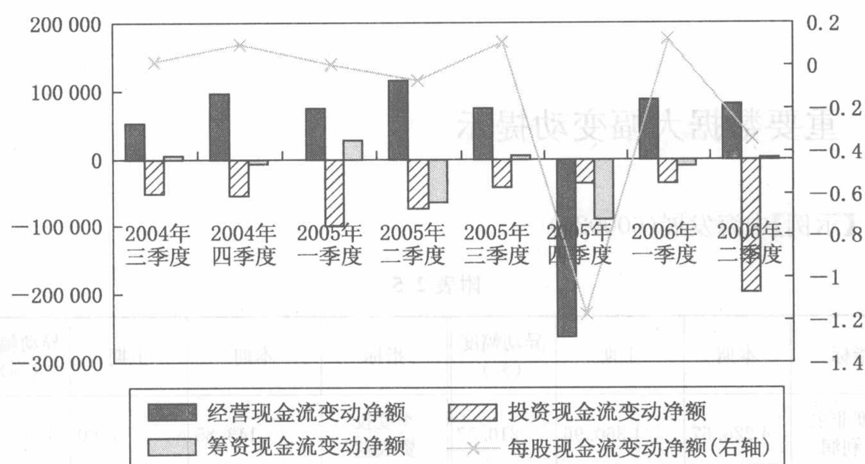
【示例】中海发展(600026)

【解释】

经营现金流季度变化净额是指企业本季度经营活动(销售商品、购买材料、提供或者接收劳务)产生的现金净流入，它反映了企业持续获取现金的能力。

投资现金流季度变化净额是指企业本季度投资活动(购买股票或者债券)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



注：经营现金流、投资现金流、筹资现金流等季度变化净额单位为万元，每股现金流季度变化净额单位为元。

附图 2.13

产生的现金净流入，它度量了企业本季度投资活动的带来的现金流量。由于投资具有很高的风险性和不确定性，所以投资现金流季节变化并不能说明企业持续获取现金的能力。

筹资现金流季度变化净额是指企业筹资活动（发行股票、债券或者向银行借贷）产生的现金净流入。筹资现金流季节变化反映了企业本季度筹资以及偿还筹借资金的情况，它是对企业经营现金流的补充和周转，具有很强的“暂时性”。

每股现金流季度变化净额是指企业本季度每股现金流与上季度每股现金流的差额，它往往用来衡量企业获取现金能力的变化。

【说明】

公司现金流季度变化主要反映了公司获取现金能力。公司每股季度经营现金流越大，说明公司持续获取现金的能力越强，公司现金吃紧的可能性就越低。如果公司主要依靠投资现金流或者筹资现金流来维持，说明公司在经营上已经存在一定的困难，需要投资者高度重视。

【提示】

现金流的大小一方面反映了企业获取现金的能力和偿债能力的大小，另一方面，也可以将这项指标和每股季度收益对比，从而反映企业的盈利质量的高低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

16. 重要数据大幅变动提示

【示例】中海发展(600026)

附表 2.5

指标	本期	上期	异动幅度(%)	指标	本期	上期	异动幅度(%)
季度非主营利润	4 226.67	1 360.96	210.57	季度投资收益	143.85	7.00	1 955.00
季度补贴收入	117.10	0.00	从无到有	季度营业外收支	3 965.71	1 353.96	192.90
非主营利润占比	6.42	1.59	303.77	季度财务费用	3 503.34	1 619.47	116.33
财务费用率	1.63	0.97	68.04	货币资金变化净额	−113 717.09	40 431.80	−381.26
存货变化净额	2 826.23	1 115.97	153.25	应收账款变化净额	4 476.24	8 985.36	−50.18
预收账款变化净额	−425.90	1 020.35	−141.74	投资现金流变化净额	−197 784.28	−34 508.3	−473.15
筹资现金流变化净额	2 867.40	−12 050.84	从负到正	每股现金流变化净额	−0.34	0.12	−383.33

【解释】

异动幅度是指企业本季度财务指标或者财务数据相对于上季度而言波动幅度超过30%的项目的实际波动幅度。数据波动幅度超过±100%时用红色显示。

【说明】

重要数据大幅变动提示主要揭示公司本季度可能存在的财务数据异常波动,从而帮助投资者有效判断和识别潜在的风险,同时还为进一步分析提供线索。

【提示】

重大数据的波动,尤其是主营利润和主要资产的波动,往往折射出企业经营管理的各种信号,需要提请投资人重视。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

17. 董事长、总经理变动提示

【示例】万科(000002)

附表 2.6

董事长	1992-12-31 王石
总经理	1993-5-24 王石(1950 年) 王石，万科创始人，毕业于兰州铁道学院给排水专业。1983 年到深圳经济特区发展公司工作。1984 年组建万科前身深圳现代科技仪器展销中心，任总经理。1988 年起出任经股份化改组之深圳万科企业股份有限公司董事长兼总经理，公司法人代表。1999 年 2 月起不再兼任公司总经理职务。 1999-2-9 姚牧民(1953 年) 姚牧民，1988 年加入万科。1995 年开始出任公司董事、常务副总经理。1998 年 5 月再次当选为公司董事，任期三年。1999 年 2 月被聘为公司总经理。2001 年辞去公司总经理职务。 2000-12-31 郁亮(1965 年) 郁亮，1990 年加入万科。1994 年开始出任公司董事。1996 年开始出任公司副总经理。2000 年 9 月再次当选为公司董事，任期三年。1999 年 2 月出任公司常务副总经理兼财务负责人。2001 年出任公司总经理。

【说明】

董事长、总经理变动提示是向投资者分析公司的经营模式、管理风格是否发生重大变化。投资者可以从中分析出该企业的经营大方向是维持现状，还是会由于高管变动而进行资产重组、债务重组。

一般认为，新任董事长或者总经理如果来自外企业，要么属于行政调动，要么说明企业大股东发生变化，那么公司的经营方向、经营风格甚至涉及行业都会发生重大改变；如果新任领导来自企业内部，整个企业的经营模式往往会延续先前的管理模式，而不会发生重大改变。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后　记

2005 年 4 月，我收到一封股民来信，当时我应上海第一财经邀请，在电台中担任了将近一年的节目嘉宾。这是我收到最震撼的来信，虽然已事过多年，仍然可以记得我当时胸口发堵的感觉。这些年我一直将这封信保存着，一是提示自己市场是只吃人的老虎，二是不断提醒自己尽量为我们的市场作出一点社会贡献。来信是这样的：

毛羽老师，您好！

我是一位癌症患者，由于愚昧无知用一生赚来的血汗钱投入到股市中去，股票套住了，又舍不得割肉，越套越深……谁知屋漏偏逢下雨天，这次复查又查出癌转移，要化疗，吃药都要用自费的药。我的爱人，去年患上了乙肝，为了家庭又不得不去上班。

毛老师，我是含着热泪，实在没办法绝望的情况下求助您，求您能否帮我指点一下，好救我一命！我现在 52 岁，去过农场，种过地，也没好好享过福，想多维持些日子，多活几天……毛老师，我的儿子是大学本科生，今年大四，还没找到工作，到时，叫他一定报答您，永世不忘！

每天中午听广播　您的忠实听众　于女士　2005.4.18

回头去看，2005 年 4 月是股市最黑暗的时刻，我希望于女士坚守住这最后的黑暗，也希望她现在还健康地生活，但却更希望这种惨剧今后尽量少发生。这些年来，我一直在不断探索如何将枯涩难懂的价值投资准则变为生动可行的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

操作指南，如何将锁在专业深闺中的价值投资带入大众，让价值投资不再只限于理论，让价值摆脱神秘，让中国股民价值起来，充分享受经济腾飞带来的财富增值。

从2002年到2005年三年多的时间也是熊市下跌最惨烈的三年多的时间。这期间，我对以往的投资操作进行了一次又一次的反省，获得了一次又一次的重生。从2002年选择变革以来，经过组织专家、模拟计算、技术实现、反复检验，在熊市中诞生的“新东风价值投资平台”（www.51value.com），就是这一阶段最为宝贵的成果。它以后台庞大的数据，前台丰富的图表为依托，把基本面、估值、评级、盈利预测这些复杂的问题变得简单而直观，让我自己，也让很多的普通股民从中得到收获。这些得益源于在熊市中的难忘经历。但是和很多人不同的是，被套之后，我并没有浪费时间，更没有怨天尤人，而是从骨子里进行反省，到国外成熟市场中去学习，逐步厘清投资的本源。2003年QFII进入中国，更是对整个市场的投资观带来了颠覆性变革，犹如东风吹进干渴的大地，我将同年诞生的价值投资平台取名为“新东风”，也正是对这历史性的变革的深刻纪念。

感谢《第一财经》和《第一财经》的左安龙老师给我提供了一个研究价值、传播价值的优质平台。在担任《第一财经》嘉宾的三年多时间中，我对证券市场的价值观在这个舞台上得到了充分的表达，同时又收到了极好的反馈，帮助我完善、修正一些不足和缺憾，更让我了解了大多数普通股民的真实状况，让我的研究、操作更具针对性。

我个人始终强调投资上“股”、“市”、“盘”相结合，但本书强调更多的是“股”的问题，这是一个大部分股民最共性的问题。有些个性化的研究，如很多人熟悉的市场市盈率、中值、均值、公司的中枢价值、价值评级和盈利预测等，我个人感觉现在成书的时机还不成熟。如果本书今后再版，可以就这些方面的探索更完整地补充进来，奉献给大家。需要反复强调的是，市场没有神，也没有神化的指标，更没有神话般的投资方法，所谓“投资价值”是以价值评估为核心的投资方法，但决不能包治百病，只有知识、信息、经验结合起来，才能在这个市场中克服或贪婪、或恐惧的单向思维，才能掌握具体情况具体对待的操作能力，才能看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得更透、赢得更多。

本书之所以能顺利出版，要感谢鱼建光先生和世纪出版集团的高骥老师。虽然我在过去的投资经历中积累了很多文字资料和投资案例，但没有他们两个人的热情敦促和积极鼓励，本书的出版恐怕还要等待多年。我个人更愿意将本书定位为普及价值投资的通俗读物，让最广大的普通老百姓能够看得懂、用得上，而不愿这本书成为专业的研究文集。这个想法得到了二位资深编辑的积极赞同。

最后要说明的是，本书中的案例和资料，大部分是历史环境的产物，有些是本人参与操作的资料整理，大部分来自于“新东风价值投资平台”，披露这些资料不代表本人或新东风价值投资平台任何倾向性意见，更不构成投资的建议。本书的写作，得到了新东风团队的大力协助，对他们的工作表示感谢！家人的支持也让我在艰苦的写作过程中倍感温馨。

愿中国的股民都能沐浴价值投资的新东风，充分享受成长中国带来的无尽财富，共建中国资本市场的长期繁荣。

毛　羽

2007 年 11 月于上海

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资三字经："股"、"市"、"盘"

股：公司价值与成长的深度挖掘

市：市场价值及人气循环的择时操作

盘：形态、量价及趋势的盘面分析

不看透股票，就不要买股票；不学会分析，就不要进市场。

——毛羽

毛羽的这本专著，填补了我国证券市场著作丛书中的一个空白。这是第一本从价值投资的角度，解读中国证券市场投资之道的专著。

新东风价值投资平台（www.51value.com）于2003年6月首次投入运行时，正值中国资本市场对QFII开放，价值投资理念犹如一阵新风吹入中国证券市场。用新东风为平台命名，是对这一历史事件的纪念。



图形标识体现了"股"、"市"、"盘"结合的投资思想。黑色线条代表优质成长股票，红色"V"形代表根据市场人气循环的择时操作，灰色圆盘代表"价、量、时、空"的盘面分析。

上架建议：证券、投资理财
ISBN 978-7-208-07558-0



定价 38.00元
易文网：www.ewen.cc

定价 38.00元
易文网：www.ewen.cc